

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA
OSTRAVA

EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA FINANCÍ

Analýza financování reálné investice podniku

Analysis of financing of company real investment

Bakalářská práce

Student: **Zuzana Macurová**

Vedoucí BP: Ing. Tadeusz Szweda

Ostrava 2009

Obsah

1. Úvod	3
2. Charakteristika forem dlouhodobého financování	4
2.1 Hospodářské aspekty financování	4
2.1.1 Vztah financování a investování	4
2.1.2 Klasifikace zdrojů financování	5
2.1.3 Vztah forem financování a hospodářské kondice podniku	6
2.2 Samofinancování	9
2.2.1 Zisk jako zdroj financování	9
2.2.2 Odpisy jako zdroj financování	9
2.2.3 Peněžní vydatnost samofinancování	11
2.2.4 Kladné a záporné aspekty samofinancování	13
2.3 Financování vlastními prostředky	13
2.3.1 Finanční aspekty forem financování	13
2.3.2 Emise akcií	14
2.3.3 Druhy akcií	15
2.3.4 Kladné a záporné aspekty financování vlastními prostředky	16
2.4 Financování cizími prostředky	16
2.4.1 Finanční aspekty použití cizích zdrojů	16
2.4.2 Dlouhodobé bankovní úvěry	18
2.4.3 Dluhopisy	21
2.4.4 Dlouhodobý dodavatelský úvěr	22
2.4.5 Výpočty splácení úvěru	22
2.4.6 Financování leasingem	26
2.4.7 Výpočty leasingových veličin	30
2.4.8 Porovnání úvěru a leasingu	32
2.4.7 Projektové financování	35
2.4.8 Rizikový kapitál	36
2.4.9 Dotace a fondy EU	37

3. Metody hodnocení efektivnosti financování	38
3.1 Pravidla financování	39
3.2 Optimalizace kapitálové struktury podniku	40
3.3 Metoda současné hodnoty výdajů	41
3.4 Metoda komplexní ČSH	42
3.5 Metoda čisté výhody leasingu	43
3.6 Vnitřní míra výnosu	44
4. Volba financování vybrané reálné investice	46
4.1 Zadání	46
4.2 Odpisy	46
4.2.1 Lineární odpisy	47
4.2.2 Zrychlené odpisy	47
4.3 Porovnání variant financování z hlediska náporu na likviditu	48
4.3.1 Identifikace nominálních výdajů souvisejících s úvěrem	48
4.3.2 Identifikace nominálních výdajů souvisejících s leasingem	53
4.4 Porovnání variant financování z hlediska příspěvku k růstu tržní hodnoty podniku	54
4.4.1 Současná hodnota relevantních finančních toků	54
4.4.2 Srovnání současných hodnot výdajů	55
5. Závěr	57
Seznam použité literatury	59
Seznam zkratk	60
Prohlášení o využití výsledků bakalářské práce	61
Seznam příloh	62

1. Úvod

Podniky denně řeší otázku, jak obstát v konkurenčním boji na trhu. Aby obstáli v tomto boji, musí sledovat vývoj nových technologií a realizovat investiční rozvoj. Časem se dostanou do situace, kdy je třeba v podniku zavést novou výrobu, nahradit stávající již zastaralou, či pořídit jiné investiční vybavení. Všechny tyto investice slouží pro stálý rozvoj a expanzi podniku. K tomu, aby mohly realizovat tyto investiční projekty, potřebují mnohdy velké množství finančních prostředků.

V praxi však nejde pouze o rozhodování do čeho investovat, ale neméně důležitou otázkou je z čeho financovat. Vždy je třeba pečlivě analyzovat všechny dostupné formy financování, kterých daný podnik může využít. Nejčastěji se jedná o financování vlastním kapitálem, nebo cizími zdroji, především dlouhodobými úvěry či finančním leasingem. Realizací investice by mělo být zajištěno, aby během životnosti nevznikl nedostatek prostředků, a aby investice byla pro podnik přínosná, jinými slovy, musí být efektivní.

Bakalářská práce se zaměřuje na analýzu efektů nejčastěji využívaných forem dlouhodobého cizího kapitálu, a to bankovního úvěru a finančního leasingu.

Cílem bakalářské práce je charakterizovat dostupné formy financování dlouhodobých investic do reálných aktiv a shrnout dostupné metodiky porovnávání efektivnosti těchto způsobů financování. Bakalářský úkol bude řešen na principu hodnotové analýzy a kritériem posuzování efektivnosti forem financování bude růst tržní hodnoty podniku. Dalším cílem práce bude analýza a porovnání dvou vybraných forem financování, a to úvěru a leasingu s mnoha různými dílčími odlišnostmi.

Textová část bakalářské práce je členěna do tří kapitol, z nichž dvě obsahují teoretické pojednání problematiky a třetí je zaměřená prakticky. Textovou část doplňují přílohy.

První kapitola obsahuje základní charakteristiku financování, jeho hospodářské aspekty a klasifikaci jednotlivých vybraných forem financování, především samofinancování, financování vlastními prostředky a financování cizími prostředky. Ve druhé kapitole jsou popsány základní metody hodnocení výhodnosti jednotlivých forem financování.

Praktická část práce je zaměřena na analýzu jednotlivých forem financování metodou diskontovaných výdajů. Je porovnáván leasing a úvěr při nastavených velice podobných podmínkách se snahou zjistit nejvýhodnější variantu.

2 Charakteristika forem dlouhodobého financování

2.1 Hospodářské aspekty financování

2.1.1 Vztah financování a investování

Financování je pojem používaný pro opatření finančních zdrojů, kapitálů či peněz, na založení společnosti, její chod, rozvoj či likvidaci. Tyto zdroje musí být ve správné skladbě, ve správný čas a ve správném množství a to za nejnižší náklady na jejich obstarání s nejnižší cenou za jejich používání.

V užším slova smyslu lze financování vnímat jako obstarání kapitálu, které v rozvaze nalezneme zachyceno na straně pasiv, a přírůstkem peněz v aktivech. Může to být například emise akcií či dluhopisů, nebo obstarání úvěru.

V širším slova smyslu lze financování vnímat jako obstarání jakéhokoli kapitálu, peněžního či nepeněžního, např. majetkové vklady vlastníku či finanční leasing, a platebních prostředků ve formě tržeb za prodané výkony či majetek.

Financování má svou obrácenou podobu, tzv. definancování. Vyjadřuje úbytek kapitálu. Jedná se o vyplácení zisku, a to splácení úvěrů, vyplácení dluhopisů, rozpuštění ztrát nebo rezervních fondů.

Investováním souhrnně označujeme vynakládání finančních prostředků na pořízení hmotného, nehmotného či finančního majetku jako budovy, pozemky, zařízení, zásoby, patenty, licence, software či majetkové účasti.

Kapitál je v podniku používán nejen na obstarání investic, ale také na financování obratu, zajištění likvidity podniku a také pro financování mimořádných situací, jako založení podniku, fúze, změna právní formy či likvidace. Financování se tudíž týká všech složek podnikové činnosti, jak obstarání majetku, tak obrátových procesů.

I pro investování existuje obrácený proces, a to dezinvestice. Jedná se o proces uvolňování finančních prostředků vázaných v majetku firmy prostřednictvím trhu, tedy prodejem tohoto majetku. Podnik tedy znovu získává už jednou investované peníze pro nové investice.

Podniková činnost může být vnímána komplexně jako stále se uskutečňující investice a dezinvestice.

2.1.2 Klasifikace zdrojů financování

Klasifikace může být prováděná z mnoha hledisek:

Původ kapitálu – vnitřní financování (samofinancování) a vnější financování.

Vlastnictví kapitálu – vlastní kapitál (nevratný) a cizí kapitál (vratný).

Dispoziční lhůta

- financování dlouhodobé - financování SA a trvalých částí OM,
- financování krátkodobé – financování obrátového procesu.

Předmět financování

- založení podniku,
- reálné investice,
- finanční investice,
- investice do výzkumu a vývoje, vzdělání a sociální oblasti,
- růst obrátu,
- mimořádné situace jako fúze, změna právní formy, likvidace.

Vliv na strukturu rozvahy

- mění pasiva i aktiva,
- mění jen aktiva,
- reálné investice,
- finanční investice,
- investice do výzkumu a vývoje, vzdělání a sociální oblasti,
- růst obrátu,
- mimořádné situace jako fúze, změna právní formy, likvidace.

Členění finančních zdrojů podniku

Investice – alokují kapitál do majetku, zdroje finančního krytí, mění skladbu pasiv.

a) nevratné

- zisk po zdanění,
- vklady společníků,
- akciový kapitál,
- emisní ážio,
- dotace (státní a obecní), dary.

b) vratné

- úvěry,
- emitované dluhopisy a směnky,
- zálohy od odběratelů,
- krátkodobé závazky,
- rezervy,
- finanční leasing.

c) smíšené

- rizikový kapitál,
- projektové financování.

Dezinvestice – uvolňování peněz z majetku, nemění se skladba ani velikost pasiv,
= zdroje peněz

Tržby:

- prodej dlouhodobého finančního majetku,
- prodej majetku hmotného a nehmotného,
- prodej pohledávek.

Hodnocení finančních zdrojů – kritéria finanční stability podniku:

- pro posuzování a hodnocení finanční situace podniku se používají vydatnost a struktura finančních zdrojů,
- zajišťování majetkově finanční stability podniku je podmíněno žádoucí strukturou zdrojů ve vztahu ke skladbě majetku,
- utváření optimální kapitálové struktury a dobré platební schopnosti je umožňováno dodržováním potřebné struktury finančních zdrojů.

2.1.3 Vztah forem financování a hospodářské kondice podniku

Proces financování nutně vyžaduje dva kroky:

1. Identifikace potřeby zdrojů - náplň plánování,
2. Volba vhodného zdroje financování – volba finančního instrumentu pro financování investice.

Volba způsobu financování dále v podniku ovlivňuje:

- finanční strukturu podniku,
- finanční stabilitu a likviditu podniku,

- cenu kapitálu podniku,
- úroveň rentability vlastního kapitálu,
- tvorbu hodnoty pro vlastníky,
- tržní hodnotu podniku.

Když chce mít podnik optimální finanční strukturu, jeho složení zdrojů krytí podnikových aktiv by mělo být spojeno s minimalizací veškerých provozních nákladů souvisejících s majetkem, dále by mělo být v souladu se základním bilančním pravidlem, mělo by odpovídat předpokládanému vývoji tržeb a zisku a hlavně by nemělo ohrožovat srážovanost nad podnikem.

Základní bilanční pravidlo vyjadřuje vztah mezi majetkem a zdroji krytí, a to dlouhodobý majetek, čili stálá aktiva a trvalé části oběžného majetku je žádoucí kryt dlouhodobým kapitálem, vlastním či cizím a proměnný oběžný majetek je vhodné kryt krátkodobými zdroji.

Pokud podnik zaznamená větší velikost dlouhodobého kapitálu než velikost stálých aktiv, dochází k tzv. překapitalizování podniku. Tato situace snižuje celkovou efektivitu činnosti podniku, která se promítne v nižší ziskovosti, neboť dlouhodobý kapitál je dražší než krátkodobý. Rozdíl vzniká kvůli vyšší finanční bezpečnosti dlouhodobých zdrojů.

Opačná situace, kdy se krátkodobý kapitál podílí na krytí stálých aktiv, se označuje jako podkapitalizování podniku. Toto financování dosahuje vyšší ziskovosti, ale bývá značně riskantní a může vyvolat dlouhodobé potíže s platební schopností podniku.

Na základě bilančního pravidla můžeme definovat rozdílový ukazatel, který udává velikost dlouhodobého kapitálu vázaného v oběžném majetku. Ten nazýváme jako permanentní obrátový kapitál (POK), neboli čistý pracovní kapitál (ČPK).

Ekonomický obsah tohoto ukazatele se odvíjí od faktu, že dlouhodobý kapitál vázaný v oběžném majetku je více flexibilní a likvidnější než kapitál vázaný ve stálých aktivech.

Velikost POK je výsledkem strategických rozhodnutí o volbě zdrojů financování podniku, tudíž je téměř neovlivnitelný operativními rozhodnutími podnikového vedení. Vlastník podniku rozhoduje o velikosti investic a skladbě zdrojů financování, a tím managementu finančně vymezuje tzv. finanční mantinely pro jeho operativní řízení výrobního procesu.

Kladná hodnota ukazatele POK indikuje dobrou likviditu podniku. Může sloužit i jako spolehlivý ukazatel úrovně likvidní rovnováhy, což je základní podmínkou pro finanční stabilitu podniku. Ukazatel vyčísluje velikost dlouhodobých zdrojů relativně volných ve prospěch obrátového procesu.

Způsoby určení ukazatele POK:

$$\begin{aligned} POK &= dld \text{ kapitál} - SA \\ POK &= VK + dld \text{ CZ} - SA \end{aligned} \quad / 2.1 /$$

$$POK = OA - krd \text{ CZ} \quad / 2.2 /$$

kde:	<i>POK</i>	<i>permanentní obrátový kapitál</i>
	<i>SA</i>	<i>stálá aktiva</i>
	<i>VK</i>	<i>vlastní kapitál</i>
	<i>dld CZ</i>	<i>dlouhodobé cizí zdroje</i>
	<i>OA</i>	<i>oběžná aktiva</i>
	<i>krd CZ</i>	<i>krátkodobé cizí zdroje</i>

Tento způsob výpočtu POK vyjadřuje velikost oběžných aktiv krytých dlouhodobým kapitálem v daném okamžiku. Má tedy charakter statického ukazatele a nelze jej použít pro operativní řízení podniku.

Pro použití tohoto ukazatele v řízení obrátového procesu je nutné dát mu charakter dynamického ukazatele, a to úpravou z absolutních veličin na přírůstkové vyjádření.

Zjednodušeně lze zapsat takto:

$$\Delta POK = \Delta OA - \Delta krd \text{ CZ} \quad / 2.3 /$$

kde:	ΔPOK	<i>změna permanentního obrátového kapitálu</i>
	ΔOA	<i>změna oběžných aktiv</i>
	$\Delta krd \text{ CZ}$	<i>změna krátkodobých cizích zdrojů</i>

Kladná velikost tohoto ukazatele vyčísluje kolik peněz obrátový proces ještě „spolyká“, záporná hodnota vyčísluje, kolik peněz se z obrátového procesu uvolní.

Poměrové ukazatele sestavené na bázi POK umožňují poměřovat vnitřní finanční sílu podniku, tj. schopnost podniku vytvářet z vlastní hospodářské činnosti peněžní přebytky použitelné k financování existenčních potřeb.

2.2 Samofinancování

2.2.1 Zisk jako zdroj financování

Každý podnik, který provozuje ekonomickou činnost, je založen za účelem vytváření zisku. Vytváření zisku je tedy jedním z nedůležitějších veličin při posuzování úspěšnosti podnikání. Zisk je však také jedním z nejdůležitějších zdrojů financování podniku. Zisk je sledován v účetnictví a to ve výkazu zisku a ztrát, tzv. výsledovce, kde nalezneme velikost účetního zisku (hrubého zisku) vyjádřen v peněžní podobě. Hrubý zisk uvedený v účetnictví slouží jako základ daně pro výpočet daně ze zisku. Daňový základ získáme porovnáním výnosů a k nim vynaloženým nákladům.

Jako zdroj samofinancování lze považovat pouze tzv. zadržený zisk. Je to zisk za účetní období z běžné činnosti snížený o veškerou daňovou povinnost a povinných přídelech do rezervního fondu, popřípadě do jiných fondů. U akciových společností se rovněž musí odečíst úhrady tantiém a vyplacené dividendy. Tento zadržený zisk můžeme tedy požit k financování podnikových potřeb.

Výhodou financování zadrženým ziskem je určitá volnost v možnosti financování i rizikových projektů, na které by bylo shánění externích věřitelů velmi složité a drahé. Za výhodu se dá považovat i fakt, že nedochází ke zvyšování zadluženosti podniku.

Většinou však není možné přesně odhadnout budoucí velikost zisků. Tuto nestálost příjmů finančních prostředků můžeme považovat za nevýhodu tohoto způsobu financování.

2.2.2 Odpisy jako zdroj financování

Odpisy vyjadřují část ceny dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku, která se v průběhu jeho životnosti systematickým způsobem přenáší do provozních nákladů podniku. Provozní náklady najdeme ve výsledovce.

Oprávkami vyjadřují kumulovaný součet odpisů k určitému okamžiku. Oprávky najdeme v rozvaze, kde aktualizují pořizovací cenu na zůstatkovou.

$$ZC = PC - oprávky \quad / 2.4 /$$

kde: PC pořizovací cena (brutto)
 ZC zůstatková cena (netto)

Pomocí opravek můžeme také vyjádřit míru opotřebení majetku podle vztahu:

$$\text{míra opotřebení majetku} = \frac{\text{oprávky}}{\text{pořizovací cena}} \quad / 2.5 /$$

Odpisy jsou peněžním vyjádřením postupného opotřebení hmotného a nehmotného majetku za určité období. Slouží jako nástroj pro zabezpečení přenosu ceny majetku do nákladů, tím postupně snižovat výši aktiv podniku a zajistit obnovu dlouhodobého majetku. Z hlediska finančního hospodaření jsou odpisy relativně stabilním interním zdrojem financování, neboť nejsou ovlivněny tak velkým množstvím faktorů jako zisk, jsou k dispozici i když podnik zisk nevytvoří a nepodléhají zdanění.

Odpisy se dělí na účetní odpisy, které si podnik stanovuje sám na základě svých zkušeností a daňové odpisy, které jsou vymezeny zákonem o daních z příjmů.

Hlavní funkcí účetních odpisů je vyjádřit opotřebení dlouhodobého majetku. Účetní odpisy upravuje zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví a České účetní standardy. Metody účetních opisů si podnik vybírá sám. Nejčastěji se však používá metoda lineární, degressivní a progresivní.

Hlavní funkcí daňových odpisů je vnést určitý limit pro uplatňování nákladů při výpočtu základu daně ze zisku. Daňové odpisy jsou upraveny zákonem č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů. V příloze tohoto zákona jsou uvedeny jednotlivé druhy majetku, které jsou rozděleny do odpisových skupin. Jednotlivé odpisové skupiny mají stanoveny maximální dobu odpisování, odpisové sazby a koeficienty pro odpisování. Podle tohoto zákona se rozdělují na rovnoměrné a zrychlené. Vybraný způsob odpisování se po dobu odpisování nesmí měnit.

Odpisy jsou nákladem, ale zároveň nejsou peněžním výdajem v daném čase. Jsou nepeněžním nákladem, ten snižuje hrubý i zadržovaný zisk podniku.

Odpisy jsou součástí celkových peněžních příjmů podniku. Podnik je inkasuje z tržeb, tj. v cenách prodané produkce. Podnik sám na základě plánů rozhoduje, na co je použije, zda na krytí provozních potřeb, splátek dluhů apod. nebo na financování dlouhodobých investic.

Výše odpisů v jednotlivých letech je určená zvolenou metodou odpisování, vstupní cenou majetku a dobou odpisování.

Podle intenzity účetního odpisování se mění pouze skladba interních zdrojů, tj. poměr mezi odpisy a ziskem na celkovém objemu samofinancování, ale ne celková výše interních zdrojů. Podnik může pro zvýšení zdrojů na modernizaci majetku snížit zdroje pro nevýrobní účely, jako dividendy, podíly na zisku pro společníky apod.

2.2.3 Peněžní vydatnost samofinancování

Peněžní vydatnost součtu zisku po zdanění a odpisů lze odvodit následovně:

Ve výsledovce označme:

V	výnosy
- N*	všechny náklady bez odpisů
- O	<u>ODPISY</u>
ZH	zisk brutto hrubý
- D	<u>DAŇ (d = daň. sazba)</u>
ZN	zisk netto

Pro peněžní vydatnost samofinancování pak platí:

$$ZN + O = (V - N^*) \cdot (1 - d) + d \cdot O \quad / 2.6 /$$

kde:	<i>ZN</i>	<i>zisk netto</i>
	<i>O</i>	<i>odpisy</i>
	<i>V</i>	<i>výnosy</i>
	<i>N*</i>	<i>náklady náklady bez odpisů</i>
	<i>d</i>	<i>daňová sazba</i>

Kde člen $d \cdot O$ vyjadřuje daňovou úsporu, a výraz $(V - N^*) \cdot (1 - d)$ vyjadřuje zdaněnou marži.

Mezi přednosti financování se počítá stálý počet vlastníků a věřitelů, odpadají náklady na emisi nových akcií a snižuje se finanční riziko.

Za nevýhody samofinancování se považuje vysoká nejistota interních zdrojů, kterou způsobuje kolísání zisků a dále snižuje finanční páku. Obecně lze také vlastní zdroje považovat za dražší než cizí.

Daňová úspora

Daňovou úsporou rozumíme nižší daňovou povinnost v důsledku nároku snížení daňového základu daně ze zisku o daňově uznatelný náklad. Typickým příkladem je platba úroků z úvěrů, která udává daňovou úsporu z úroků, a velikost daňových odpisů, které určují daňovou úsporu z odpisů. Tyto náklady snižují základ daně a tím pádem se snižuje i výsledná daň. Tedy částku, o kterou je daň nižší vlivem zahrnutí těchto nákladů vnímáme jako úsporu na dani, která snižuje množství peněz vynaložených na úhradu daní a zvyšuje tím disponibilní množství peněz.

Daňový štít při financování leasingem

Používá-li podnik k financování investice finanční leasing, vzniká mu následující daňová úspora:

- a) daňová úspora z leasingových splátek, kterou můžeme vyčíslit podle:

$$DÚ_{LS} = FN \cdot d \quad / 2.7 /$$

kde: $DÚ_{LS}$ daňová úspora z leasingových splátek

FN finanční nájemné

d daňová sazba

Daňový štít při financování úvěrem

Při financování investic bankovním úvěrem má podnik nárok na dva typy daňových úspor:

- a) daňová úspora z úrokových plateb, tu můžeme vyjádřit vztahem:

$$DÚ_{ÚP} = ÚP \cdot d \quad / 2.8 /$$

kde: $DÚ_{ÚP}$ daňová úspora z úrokových plateb

$ÚP$ úroková platba

d daňová sazba

- b) daňová úspora z odpisů, tu vyjadřuje vzorec:

$$DÚ_O = O \cdot d \quad / 2.9 /$$

kde: $DÚ_O$ daňová úspora z odpisů

O odpis

d daňová sazba

2.2.4 Kladné a záporné aspekty samofinancování

Mezi kladné aspekty můžeme zařadit:

- stálý počet vlastníků a věřitelů,
- odpadají náklady s emisí nových akcií,
- snižuje finanční riziko a tím zvyšuje úvěruschopnost podniku,
- umožňuje realizovat rizikovější investice, na které by cizí zdroje byly příliš drahé.

Zápornými aspekty se mohou jevit:

- vysoká nejistota zdrojů, málo stabilní finanční zdroj – kolísavá výše zisku a tlaky na vyplácení dividend,
- zdroje samofinancování jsou obecně dražší než zdroje cizí,
- snižují finanční páku – klesá rentabilita vlastního kapitálu,
- může oslabovat tlak na efektivnost investic, neboť nepůsobí tlak cizích investorů na splacení.

2.3 Financování vlastními prostředky

2.3.1 Finanční aspekty forem financování

Výše a forma získaného kapitálu souvisí s právní formou podnikání. Akciová společnost dokáže soustředit v zásadě vyšší kapitál, než je tomu u jednotlivce či malé osobní společnosti. Také koncepce samotného podnikatelského záměru a investice bude odlišná u kapitálové společnosti, kde bude investice vyšší, podnikatelský záměr podrobnější, a u podnikatelů, jejichž investice nebudou tak náročné jak kapitálově, tak formálně na zpracování záměru.

Rozdělení hospodářského výsledku

Jednou z oblastí finančního řízení podniku je rozdělení hospodářského výsledku. Tato problematika je upravena zákonem, výrazně se však liší pro jednotlivé právní formy podnikání.

U *akciových společností* je rozdělení hospodářského výsledku ve výhradní pravomoci valné hromady akcionářů. Rozdělení zisku tvoří postupně příděl do zákonného rezervního fondu podle obchodního zákoníku, příděly do statutárních fondů a výplata přednostních dividend podle stanov společnosti, podíl na zisku tichého společníka a ostat-

ní použití zisku, kam patří úhrada ztráty z minulých let, výplata kmenových dividend a tantiém, zvýšení vlastního kapitálu či zvýšení nerozděleného zisku z minulých let.

Ve *společnosti s ručením omezeným* je jedinou zákonnou povinností při rozdělení zisku tvorba zákonného rezervního fondu. O dalším rozdělení zisku rozhoduje valná hromada.

Rozdělení zisku *komanditních společností* není zákonem obligatorně omezeno jak je tomu u kapitálových obchodních společností. Zisk určený k rozdělení se dělí na dvě části, a to polovina připadající komanditistům a polovina připadající komplementářům. Společenská smlouva však může stanovit jiný podíl dělení. Následně si komplementáři svou část rozdělí rovným dílem a komanditisté si svou část rozdělí podle výše svých splacených vkladů.

U *veřejných obchodních společností* opět zákon neukládá žádné povinné položky rozdělení zisku. Obvykle se společníkům nejdříve vyplácí úroky z hodnoty splaceného vkladu ve smluvené výši, tento nárok vzniká i v případě ztráty, a zbytek se rozdělí rovným dílem. Společenská smlouva však může stanovit jiný způsob rozdělení zisku.

Družstvo má povinnost tvořit nedělitelný fond. Na rozdíl od kapitálových obchodních společností však družstvo musí tento fond tvořit již při svém vzniku, jinak má obdobnou funkci jako základní rezervní fond. Tento fond nesmí být rozdělen mezi členy družstva. Zisk určený k rozdělení se dělí podle výše splacených vkladů jednotlivých členů. Opět stanovy mohou stanovit jinak.

Další právní formou podnikání je podnik jednotlivce, čili *osoba samostatně výdělečně činná*. Patří ji veškerý zisk, ale postihuje ji také veškerá ztráta. Podnikatel rozdělení zisku řeší pouze v případě, že existuje tichý společník. Tomu patří podíl úměrně odpovídající vloženému kapitálu.

2.3.2 Emise akcií

Podniky emitují své akcie na primárním kapitálovém trhu, a to třemi způsoby:

- a) přímou soukromou emisí,
- b) veřejnou emisí,
- c) prodejem akcií existujícím akcionářům na základě předkupního práva.

Přímá soukromá emise se vyskytuje u malých akciových společností s malým počtem akcionářů. Obvykle bývá používána pro jednorázové založení podniku, na kterém se domluvilo pár osob, bez veřejné emise. Tito společníci složí celý základní kapitál společnosti. Výhodou takovéto emise jsou menší emisní náklady a kratší doba zakládání společnosti.

Veřejná emise se používá u větších společností, jejíž akcie bývají součástí kapitálových trhů. Veřejná emise bývá uskutečňována s pomocí investičního zprostředkovatele. Ten emitované akcie nabízí za předem dohodnutou prodejní cenu investorům na primárním trhu.

Prodej akcií na základě předkupního práva akcionářů se používá při zvyšování základního kapitálu akciové společnosti dodatečnou emisí dalších akcií nabízených dosavadním akcionářům. Tím si podniky zajišťují to, aby se příliš nezvyšovaly počty akcionářů a tato emise nevyvolává snížení ceny akcií a tudíž nesnižuje se hodnota majetku.

Tržní cena emitovaných akcií na kapitálovém trhu bývá vyšší než nominální cena těchto akcií. Vzniká tedy rozdíl mezi touto nominální hodnotou a tržní cenou emitovaných akcií, a ten nazýváme emisní ážio. Vyskytuje se jako samostatná část vlastního kapitálu. Emisním ážiem se rozumí podíl uznaných nákladů, které nejsou obsaženy v základním kapitálu kapitálových společností. V bilancích se emisní ážio vyskytuje jako součást kapitálových fondů.

2.3.3 Druhy akcií

Akciový kapitál vzniká upisováním různých druhů akcií. Jedná se o nevratné zdroje financování. Akcie jsou obchodovatelné. Nákup a prodej akcií se uskutečňuje na burze cenných papírů. Akcie se vydávají za jmenovitou hodnotu – nominální cenu. Prodávají a kupují se však za ceny zpravidla odlišné od jmenovité ceny, za tzv. tržní ceny, které se také označují kurs akcie. Tržní ceny jsou závislé na nabídce a poptávce po akciích určité společnosti. Jedním ze způsobů rozdělení je na kmenové (obyčejné) a prioritní (přednostní) akcie.

Majitelé *kmenové akcie* mají právo na výplatu dividend, nemají však zaručenou jejich výši. Dále se mohou účastnit valné hromady a mohou na ní hlasovat, a také mají nárok na podíl z likvidačního výnosu. Také mívají předkupní právo na nové akcie za niž-

ší ceny. Jejich nároky na výnosy bývají však uspokojeny až po zaměstnancích, státních závazcích, věřitelích a majitelích prioritních akcií.

Majitelé **prioritních akcií** mají právo hlavně na výplatu dividend a nárok na podíl z likvidačního výnosu. Tito akcionáři však nemají hlasovací právo. V ČR je omezen podíl prioritních akcií na celkovém akciovém kapitálu na 50 %.

Z hlediska formy akcie můžeme rozdělit na:

- **akcie na jméno**, ty jsou vydány na jméno určité fyzické, či právnické osoby. Mají podobu listinné akcie. Převádět se mohou rubopisem a jejich fyzickým předáním. Výhodné jsou zejména díky větší ochraně proti odcizení, jsou však obtížněji prodejné, což se projeví na ceně,
- **akcie na majitele**, jsou cenné papíry na doručitele. Mají podobu zaknihované akcie. K převodu může dojít na základě změny zápisu na příslušných majetkových účtech prodávajícího a kupujícího, vedených střediskem cenných papírů. Výhodou je snadná obchodovatelnost na sekundárních trzích.

2.3.4 Kladné a záporné aspekty financování vlastními prostředky

Kladné aspekty financování vlastními prostředky:

- podnik nemá žádné pevné závazky na výplatu dividend,
- vlastní prostředky snižují průměrné náklady kapitálu,
- prioritní akcie zvyšují kapitál bez omezení řídicích kompetencí.

Záporné aspekty financování vlastními prostředky:

- investoři vyžadují za rizikovější kapitál vyšší zhodnocení,
- dividendy jsou vypláceny ze zdaněného zisku,
- emisní náklady bývají relativně vysoké.

2.4 Financování cizími prostředky

2.4.1 Finanční aspekty použití cizích zdrojů

Hlavní pozitivní aspekty financování vratnými, čili cizími zdroji jsou úrokový štít a ziskový efekt.

Úrokový daňový štít

Placení úroků z dluhů je z účetního i daňového hlediska považováno za náklad podniku snižující základ zdanění zisku. Podnik tak získává úrokový daňový štít, který představuje úspory na daních díky úrokům. Velikost úrokového štítu vyjadřuje vztah:

$$U_{\xi} = u \cdot d = i \cdot d \cdot CK \quad / 2.10 /$$

kde: U_{ξ} úrokový daňový štít
 u úrok
 d daňová sazba
 i úroková sazba úvěru
 CK cizí kapitál

Ziskový účinek dlouhodobého financování – pákový efekt

Tím, že volíme pro financování investic vratný cizí kapitál s pevnými náklady, zůstává nám nevratný vlastní kapitál pro další zhodnocování a můžeme efektivněji zvyšovat rentabilitu vlastního kapitálu. Podstatu možného zvýšení rentability VK objasňuje **ziskový efekt dluhu** (finanční páky):

$$ROE = [ROA + (ROA - i)CK/VK] \cdot (1 - d) = r + (r - i_d)CK/VK \quad / 2.11 /$$

kde: ROE rentabilita vlastního kapitálu (Z_N / VK)
 ROA rentabilita aktiv (Z_P / aktiva); $r = ROA \cdot (1 - d)$
 i nominální úroková sazba CK (průměrná velikost); $i_d = i \cdot (1 - d)$
 CK cizí kapitál
 VK vlastní kapitál
 CK/VK finanční páka (míra zadlužení)
 d sazba daně ze zisku
 Z_P zisk provozní
 Z_N zisk netto

Proto, aby byl efekt z dluhového financování pozitivní musí rozdíl ($ROA - i$) nabývat kladných hodnot, z čehož vyplývá, že úroková sazba z dluhu i musí být nižší než rentabilita majetku.

2.4.2 Dlouhodobé bankovní úvěry

Jednou z možností financování investic je bankovní úvěr.

Vnitřní zdroje jsou pro firmu příliš drahé, neměly by být hlavní složkou financování. Pro větší a rychlejší rozvoj firmy potřebují volné finanční prostředky, proto využívají externích zdrojů financování. Z ekonomického hlediska je úvěr jedním ze způsobů financování podniku externím, neboli cizím kapitálem.

Bankovní úvěr je doslova úplatné, časově omezené, přenechání peněz klientům obchodní bankou k volnému nebo smluvně vázanému použití.

Vzhledem k situaci na trhu, jsou bankovní úvěry hojně využívaným prostředkem, a proto se banky orientují hlavně na tuto činnost, a jejím hlavním příjmem. Úvěry patří mezi aktivní operace bank.

Za dlouhodobé úvěry zpravidla považujeme ty, které mívají dobu splatnosti delší než 4 roky. Konkrétní doba splatnosti je dohodnuta ve smlouvě o úvěru

Dlužníkem mohou být jak fyzické osoby, tak právnické osoby podnikatelé, tak i fyzické osoby nepodnikatelé, stát a jeho organizační složky a samosprávné celky či jiné banky.

Banky si před poskytnutím úvěru ověřují bonitu klienta, tedy schopnost dostát svým závazkům, aby snížili riziko nesplacení dlužné částky. Bance by tak mohly vzniknout vysoké náklady a splacení úvěru by bylo nedostupné.

Analýza bonity uchazeče o úvěr obsahuje ověření majetkové a finanční situace podnikatele a posuzuje příjmy nepodnikatelů. Dále zkoumají, zda poskytnutím úvěru neohrozí platební schopnost banky a zda poskytnutím nebude porušen zákon.

Mnohdy k poskytnutí úvěru banka vyžaduje určitý druh zajištění, a to nemovitosti dlužníka v případě hypotekárních úvěrů a nebo pomocí termínovaných vkladů dlužníka nebo záruku třetí osoby, která je ručitelem. Čím vyšší částku klient žádá a na čím delší dobu, tím je banka samozřejmě opatrnější a pečlivější v prověřování a jsou kladeny i vyšší nároky na klienta a jeho finanční situaci.

Dalším kritériem pro poskytnutí úvěru je výnosnost úvěru pro banky. Tato výnosnost je určena úrokovou mírou. Tato úroková míra může taktéž pro klienta vyjadřovat cenu úvěru.

Úroková míra je podíl úroku na zapůjčené částce. Je vyjádřena v % p.a. a může být stanovena jako:

- a) **pevná úroková míra** – je pevně nadefinována procentem a během celého úvěrového vztahu se nemění,
- b) **pohyblivá úroková míra** – ve smlouvě o úvěru není určena přesná úroková míra, nýbrž základní sazba a možné odchylky od této sazby a během úvěrového vztahu se úroková míra může měnit.

Velikost úrokové míry ovlivňuje několik faktorů. Hlavním faktorem je horní výše úrokové míry stanovená Českou národní bankou, míra inflace a celková situace na trhu, konkurence na úvěrovém trhu, riziko spojené s poskytnutím úvěru a také celková poptávka po úvěrech. Pokud je poptávka vysoká a převyšuje nabídku, banky ceny zvýší. Pokud však nabídka úvěrů převyšuje poptávku, banky úrokové sazby snižují.

Při financování bankovním úvěrem je třeba počítat s různými dalšími administrativními poplatky. Nejčastější a nejvýznamnější je poplatek při podání žádosti o úvěr. Tento poplatek je nevratný a nikdy nezaručuje dostání úvěru. Obvykle činí 1 % z celkové jistiny. Dále to mohou být poplatky za vedení a správu úvěrového účtu.

Po splnění všech podmínek dochází k uzavření úvěrové smlouvy a vzniká úvěrový vztah. Obecně ho lze charakterizovat jako vztah věřitele a dlužníka, kdy věřitel poskytl dlužníkovi určité hodnoty vyjádřené v penězích k dočasnému užívání a za to se dlužník zavazuje tyto hodnoty splatit včetně určité odměny ve formě úroků v předem stanovené době.

Členění dlouhodobých úvěrů

Dlouhodobé úvěry lze dělit podle různých hledisek:

1. dělení dle zajištění úvěru

- a) nekryté – bianko úvěr,
- b) kryté – podle druhu zajištění,
 - osobním zajištěním – ručení třetí osobou, směnečné zajištění apod.,
 - reálným zajištěním – zástava movitých a nemovitých věcí.

2. dělení dle měny

- a) korunové – v domácí měně,
- b) devizové – v zahraniční měně.

3. *dělení dle místa*

- a) tuzemský – úvěr poskytnutý na území ČR,
- b) zahraniční – úvěr poskytnutý do zahraničí.

Finanční (bankovní) úvěry

Finanční úvěry poskytují hlavně obchodní banky, ale mohou je poskytovat i penzijní fondy či pojišťovací společnosti.

Banky dlouhodobé úvěry poskytují nejčastěji jako termínované půjčky, čili investiční úvěry nebo hypotekární úvěry.

a) investiční úvěr

Je to zpravidla účelová půjčka na financování investičních potřeb. Bývá poskytnuta za účelem nákupu nebo renovace dlouhodobého majetku, např. modernizace strojového zařízení nebo nákup nemovitosti. Věřitel tento úvěr poskytuje na základě investičního záměru a další projektové dokumentace. Splatnost bývá až patnáct let. Úvěr má pevně stanovený plán čerpání a splácení, tzv. umořovací plán.

b) hypotekární úvěr

Hypotekární úvěr je dlouhodobá, účelová půjčka na investice do nemovitostí nebo na její výstavbu či pořízení, jejíž splácení je zajištěno zástavním právem k předmětné nebo jiné nemovitosti. Banka tyto úvěry financuje emisí hypotečních zástavních listů. Ne všechny banky mohou tyto úvěry poskytovat, nemohou totiž emitovat hypoteční zástavní listy. Ty banky, které dostanou povolení tyto úvěry poskytovat se nazývají hypoteční.

Umořování úvěru

Pro splácení úvěrů tzv. umořování se používají dva způsoby splácení. A to rovnoměrný a anuitní.

Rovnoměrné umořování

U tohoto druhu splácení se jednotlivé splátky od sebe liší svou velikostí. Výše úmoru je v jednotlivých splátkách konstantní, mění se však velikost příslušných úroků, které s časem obvykle klesají.

Výhodou tohoto splácení úvěru je jednoduchost výpočtu umořovacího plánu a splátkového kalendáře, kde jednoduše rozlišíme jaká část je úmor a jaká pokrývá úroky.

Nevýhodou může být zvýšený nápor na likviditu na začátku splácení, kdy jsou splátky nejvyšší.

Anuitní umořování

Anuitní splácení spočívá ve stejně vysokých splátkách po celou dobu umořování, přičemž se mění podíl úmoru a úroků v každé splátce.

Hlavní výhodou tohoto splácení je, že výše každé splátky je vždy přesně známa a konstantní, nápor na likviditu je tedy rovnoměrný.

Nevýhodou může být složitější výpočet a stanovení splátkového kalendáře, a tedy náročnější rozlišení podílu úmoru a úroku na splátce.

2.4.3 Dluhopisy

Emitováním podnikových obligací podnik získává dlouhodobé finanční zdroje pro investování. Podnikové obligace jsou dlouhodobé cenné papíry, které podnik emituje, v nichž se zavazuje, že ve stanovené době zaplatí majiteli dluhopisu nominální cenu obligace a v předem dohodnutých termínech průběžně vyplácí úrok. Emitent je zde v roli dlužníka a majitel dluhopisu v roli věřitele. Majitel se nestává spoluvlastníkem podniku, tudíž se nemůže podílet na rozhodování podniku.

Splácení úroku věřitelem je z hlediska právních i účetních předpisů považováno za náklad, podnik si tedy snižuje zdanitelný zisk. Tak podnik získává úrokový daňový štít, podobně jako úroky z úvěrů.

Emise podnikových obligací se odehrává přibližně stejným způsobem jako akcie. Tato emise je regulovaná zákonem o dluhopisech. Většinou vyžaduje povolení státních orgánů na základě žádosti emitenta.

Při emisi podnikových dluhopisů má pro finanční manažery význam zejména:

- a) *výnos* (úrok či kupón) z obligace,
- b) *datum splatnosti* (datum dospělosti) a způsob splácení obligací – termín, v němž je věřiteli vyplacena částka odpovídající její nominální hodnotě a to jednorázově či splátkově,
- c) *ratingové hodnocení bonity* emitujícího podniku.

Nominální výnos z obligace, čili nominální úroková či kupónová sazba, bývá stanoven z nominální ceny dluhopisu formou:

- a) **pevné úrokové sazby** – sazba je po celou dobu životnosti obligace neměnná. Tato forma může být vhodná pro emitenta v období inflace, protože reálná hodnota úroků i splátek klesá,
- b) **pohyblivé úrokové sazby** – jsou stanoveny podmínky a způsoby podle kterých se kupón mění. Obvykle se změny odvozují od změn diskontní sazby emisní banky nebo oficiální míry inflace. Tato sazba se lépe přizpůsobuje podmínkám na kapitálovém trhu.

Výhody financování pomocí emise obligací:

- úroky z dluhopisů jsou obvykle pevně stanoveny, zpravidla nižší než výnosy z akcií,
- úroky z dluhopisů jsou daňově uznatelným nákladem, přičemž vzniká daňový štít,
- při emisi podnikových obligací není ovlivněno řízení podniku, protože z vlastnictví obligací nevyplývají žádná majetková práva k podniku,
- dluhopisy bývají umístěny u velkého počtu věřitelů a tím dochází k rozložení rizika, a nepřímo se snižuje i finanční riziko podniku,
- pomocí dluhopisů můžeme dosáhnout větší flexibility v oblasti kapitálové struktury.

Nevýhody financování pomocí obligací:

- roste finanční riziko, které vyplývá ze zvyšování dluhů v celkovém kapitálu podniku,
- pokud podnik vyplácí pevné splátky úroků, jsou nevýhodou v době, kdy dochází ke snižování zisku,
- emise obligací vyvolávají náklady spojené s emisí.

2.4.4 Dlouhodobý dodavatelský úvěr

Tento druh úvěru se používá v obchodních vztazích. Je to forma obchodního úvěru, který je poskytnut dodavatelem odběrateli a funguje na principu odložení platby za dodaný majetek. Tento druh úvěru tedy nepředstavuje přímé poskytnutí peněžních prostředků, nýbrž odklad či rozložení splácení kupní ceny majetku. Tento úvěrový vztah vzniká mezi dodavatelem a odběratelem bez přímé účasti banky. Jde o postupné splácení nakoupeného majetku dodavateli po sjednanou dobu.

Pro zajištění tohoto úvěru odběratel vystavuje dodavateli směnku.

Předmět koupě přechází do majetku odběratele, aniž by za něj zaplatil celou pořizovací cenu, což je pro odběratele při tomto úvěru největší výhodou. To je hlavní rozdíl mezi dodavatelským úvěrem a leasingem.

I pro dodavatele to může být zajímavý nástroj. Směnka je cenný papír obchodovatelný a převoditelný. Dodavatel ji tak může například eskontovat u banky, čímž přemění dodavatelský úvěr na úvěr bankovní (eskontní). Dodavatel tímto úvěrem může svým odběratelům nabídnout zajímavé a výhodné podmínky a zajistit si tím konkurenční výhodu v možnosti odložit platbu.

Úroky z tohoto úvěru nejsou přímo vyčísleny, ani vyjádřeny procentem. Určitá odměna je však zahrnuta přímo do kupní ceny majetku tedy placena v každé pravidelné splátce. Odběratelům tímto nevznikají náklady ve formě úroků při splácení, do nákladu tyto úroky vstupují až ve formě odpisů v době užívání majetku.

Odměnu za poskytnutí úvěru lze však objemově vyčíslit tím, že od kupní ceny majetku pořízeného dodavatelským úvěrem odečteme kupní cenu majetku při okamžitém placení.

2.4.5 Výpočty umořování úvěru

Výše úvěru (J)

Vyjadřuje celkové množství půjčených peněz v Kč a uvedených v úvěrové smlouvě, někdy nazývaných jako jistina dluhu. Jistina tvoří základ pro výpočet úroku, jako odměny za poskytnutí finančního obnosu.

Úroková sazba (i)

Velikost úroku se obvykle vyjadřuje pomocí úrokové či úvěrové sazby (míry), která je procentním vyjádřením zvýšení půjčené částky za určité časové období. Pokud máme roční úrokovou sazbu ale úvěr splácíme pololetně, čtvrtletně či měsíčně, tuto úrokovou míru musíme upravit na toto období pomocí vzorce:

$$i = \frac{i_n}{m} / 2.12 /$$

kde: i *úroková sazba pro jednotlivá období*

i_n *nominální úroková sazba*

m *počet splátek v roce*

Doba trvání úvěru (t)

Doba splatnosti úvěru, která je určená v úvěrové smlouvě. Je určená v letech. S ním bývá určena i perioda splácení, čili četnost splátek během roku (m). V případě měsíčních splátek je četnost určena číslem 12, v případě čtvrtletních 4 a v případě pololetního splácení 2.

Vynásobením četnosti a počtu let dostaneme celkový počet splátek (n), podle vztahu:

$$n = t \cdot m \quad / 2.13 /$$

kde: n celkový počet splátek
 t počet let splácení
 m počet splátek v roce

Pravidelná splátka úvěru (s)

Je splátka v Kč, kterou dlužník platí věřiteli v předem určených intervalech. Splátka vyjadřuje tedy nejen splátku jistiny ale i zaplacené úroky.

Pravidelná splátka úvěru se vypočítá jako součet úmoru a daného úroku. Základní vzorec pro výpočet pravidelné splátky:

$$s = M_j + u_j \quad / 2.14 /$$

kde: M_j výše úmoru v j -té splátce
 u_j výše úroku v j -té splátce

Anuitní splátka se vypočítá pomocí umořovatele, podle vztahu:

$$a = J_0 \frac{\left(1 + \frac{i_n}{m}\right)^{n \cdot m} \cdot \frac{i_n}{m}}{\left(1 + \frac{i_n}{m}\right)^{n \cdot m} - 1} \quad / 2.15 /$$

kde: a anuitní splátka
 J_0 počáteční výše úvěru
 i_n nominální úroková sazba
 m počet splátek v jednom roce
 n počet let splácení

Úmor (M)

Vyjadřuje konkrétní snížení úvěru, splátka dluhu.

Konstantní splátka se většinou zjistí, když se počáteční objem dluhu vydělí počtem všech splátek.

$$M = \frac{J_o}{n \cdot m} \quad / 2.16 /$$

kde: J_o počáteční hodnota úvěru
 m počet splátek v roce
 n počet let splácení

Při anuitním splácení se velikost umoření jistiny vypočítá vztahem:

$$M_j = a - u_j \quad / 2.17 /$$

kde: M_j výše úmoru v j -té anuitní splátce
 a anuitní splátka
 u_j výše úroku v j -té splátce

Tedy jednoduše od anuitní splátky odečteme velikost příslušného úroku a dostaneme konkrétní úmor.

Úrok (u_j)

Úrok je pro věřitele formou peněžité odměny za dočasné půjčení peněz, vychází z úrokové míry. Úrok je odměnou za dočasné snížení likvidity věřitele, za vzdání se práva po určitou dobu disponovat se svými penězi. Nárok na úrok vzniká okamžikem předání peněz dlužníkovi, trvá po celou dobu půjčky a zaniká úplným splacením.

Konkrétní velikost příslušného úroku ve splátce se vypočítá jako

$$u_j = i \cdot Z_{j-1} \quad / 2.18 /$$

kde: u_j výše úroku v j -té splátce
 i úroková sazba za jednotlivá období
 Z_{j-1} zůstatek dlužné částky po j -té splátce

2.4.6 Financování leasingem

Pojem leasing, z anglického „lease“ znamená pronájem.

Leasing lze definovat ze dvou hledisek.

Z právního hlediska je leasing třístranný právní vztah mezi dodavatelem, pronajímatelem a nájemcem, kde pronajímatel koupí od dodavatele majetek a následně jej za úplatu poskytuje do užívání nájemci. Vlastníkem majetku je pronajímatel.

Z finančního hlediska je leasing alternativní speciální forma financování dlouhodobých potřeb podniku pomocí cizího kapitálu lišící se od bankovního úvěru především tím, že vlastníkem majetku se stává pronajímatel. Na nájemce tedy přechází pouze právo majetek používat.

Leasing představuje způsob financování investic podniků, které nemají dostatek vlastního kapitálu a dlouhodobých úvěrů nechtějí nebo nemohou využívat.

V leasingové smlouvě mezi pronajímatelem a leasingovým nájemcem jsou dohodnuty všechny podmínky leasingu. A to například jestli je leasing na dobu určitou, kdy je přesně určena doba konce leasingového vztahu, nebo na dobu neurčitou, kdy je určena doba výpovědní lhůty. Dále je ve smlouvě určeno, za jakým účelem a za jakých podmínek je leasing poskytnut.

Leasing poskytnutí za účelem dočasného užívání majetku bez přenosu rizik spojených s užíváním a bez jakéhokoli nároku na přechod vlastnictví předmětu leasingu na nájemce se nazývá operativní leasing.

Dále se leasing využívá za účelem dlouhodobého užívání předmětu leasingu, ten se označuje jako finanční leasing. Zde dochází k přenosu části nebo celého rizika spojeného s užíváním majetku na nájemce a také mu vzniká nárok na přechod vlastnictví předmětné věci za předpokladu dodržení určených podmínek.

Nájemce může leasing využít za účelem řízení hotovostních toků, a to tak, že dodavatelem předmětu leasingu je sám nájemce, tedy strana, která doposud majetek užívala, veškerá rizika spojená s užíváním zůstávají na nájemci a na konci leasingového vztahu vlastnictví opět přechází na nájemce. Takovýto vztah nazýváme jako zpětný leasing.

Základní rozdělení

Leasing patří mezi nástroje se složitou právní, účetní a daňovou problematikou. Rozlišujeme dva základní typy:

- a) operativní leasing,
- b) finanční leasing.

Liší se především přechodem vlastnictví předmětu leasingu po skončení leasingového vztahu, délkou leasingu a účelem. Společným rysem je však skutečnost, že po celou dobu leasingu je předmětná věc ve vlastnictví pronajímatele, nejčastěji leasingové společnosti.

Operativní leasing

Charakterizuje se, jako krátkodobý nájemní vztah, kdy doba trvání leasingové smlouvy je podstatně kratší, než předpokládaná ekonomická životnost předmětné věci. Nájemné, ve formě splátek od jednoho nájemce pokryje pouze část pořizovací ceny věci. Pronajímatel předpokládá, že vstupní cena bude pokryta několika nájemci, a žádný nájemce nemá právo na následný odkup majetku. Po skončení leasingové smlouvy se předpokládá, že majetek bude vrácen pronajímateli, a ten jej pronajímá dalším nájemcům.

Operativní leasing se také nazývá leasingem provozním. Využívá se zejména k obstarání zařízení pro plnění konkrétních nadlimitních úkolů v podniku, zabezpečuje se tak zařízení, které by v podniku nebylo dostatečně vytížené. Takto se nejčastěji pronajímají osobní automobily, nákladní automobily a výpočetní technika.

Údržby, opravy a servis majetku zajišťuje zpravidla pronajímatel, jakož i pojištění majetku zajišťuje a hradí pronajímatel, tedy vlastník předmětu. Navíc může zajistit a poskytnout vyškolený personál pro montáž a obsluhu. V případě poruchy či nefunkčnosti věci je pronajímatel povinen zabezpečit odpovídající náhradu. Nájemce je povinen podle smlouvy hradit pravidelné leasingové splátky, ve kterých jsou zahrnuty administrativní poplatky, amortizace, a část nákladu na údržbu. Smlouva bývá jednostranně vypověditelná ze strany nájemce bez udání důvodu v předem stanovené výpovědní lhůtě.

Hlavní výhodou operativního leasingu je fakt, že v případě zničení, zcizení či jiného znehodnocení majetku přebírá veškerá rizika leasingová společnost, jakož i rizika, vyplývající ze samotného provozu předmětu.

Nevýhodou je, že se míra těchto rizik promítne ve výši nájemného a předmět není vlastnictvím nájemce.

Finanční leasing

Je nejrozšířenějším a nevyužívanějším druhem leasingu. Jedná se o dlouhodobý pronájem movité či nemovité věci. Dalšími podstatnými znaky jsou, že doba leasingu se blíží předpokládané době životnosti nebo odepisování předmětu leasingu a celkové zaplacené nájemné se blíží pořizovací ceně věci. Nájemce si vybere zařízení a dodavatele, vyjedná prodejní podmínky, dodací lhůtu, cenu, záruku, reklamace atd. a předmět leasingu koupí pronajímatel a ten také zůstává po celou dobu leasingu právním vlastníkem. Provádí tedy pouze financování věci. Nájemce po dobu užívání na vlastní náklady hradí pojištění a výlohy spojené s údržbou a opravami zařízení. V účetnictví toto zařízení vede pronajímatel, tudíž si uplatňuje i odpisy. Po skončení leasingové smlouvy a řádném zaplacení všech splátek a kupní ceny pronajímatel převádí vlastnická práva k předmětné věci na nájemce.

Cena leasingu bývá stanovena všeobecně, na rozdíl od úvěru, kde se cena stanovuje většinou individuálně. Proto ani bonita klienta nehraje při stanovení ceny leasingu takovou roli, jako při stanovení ceny úvěru, je to hlavně způsobeno tím, že leasing se většinou využívá k financování předmětu univerzální potřeby, jako automobily nebo výpočetní technika. Navíc jako garance leasingovým společnostem slouží majetková práva k předmětu leasingu v kombinaci s první zvýšenou splátkou. Cena leasingu nebývá na rozdíl od ceny úvěru vyjádřena úrokovou mírou, nýbrž se skládá z leasingových splátek a zůstatkové ceny na konci leasingu podle leasingové smlouvy. Nejčastějšími formami vyjádření leasingové ceny jsou splátkový kalendář a leasingový koeficient. Ve splátkovém kalendáři je pak přesně vypsáno, ke kterému dni a jaké výši je nájemce povinen pronajímateli zaplatit leasingovou splátku.

Další formou vyjádření ceny leasingu je leasingový koeficient, jenž je určen jako poměr součtu veškerých plateb (tj. první zvýšená splátka, veškeré splátky během období a zůstatková cena) a pořizovací ceny předmětu leasingu.

V rámci finančního leasingu se rozlišují tyto typy leasingu:

a) **přímý finanční leasing**

Je to klasický typ pronájmu, většinou třístranný vztah mezi dodavatelem, pronajímatelem, čili leasingovou společností a nájemcem, čili uživatelem majetku. Pro tento leasing se nabízí několik způsobů provedení. Prvním způsobem je, že si nájemce sám vyhledá dodavatele majetku, ujedná cenu a podmínky dodání a současně si vybere leasin-

govou společnost, která na jeho přání předmět koupí. Na základě dohody zpracuje leasingovou smlouvu a předloží ji nájemci, na základě níž vznikne pronájem a nájemce hradí leasingové splátky. Další způsob je že leasingová společnost sama hledá dodavatele, vyjednává cenu, dodací podmínky, předmět koupí, zpracuje leasingovou smlouvu a podmínky leasingu a nájemce si na základě takovéto nabídky leasing vybírá.

b) nepřímý finanční leasing (prodej a zpětný pronájem)

Je to zpravidla dvoustranný vztah, kdy majitel prodá leasingové společnosti majetek a následně si jej pronajme zpět. Majetek tak mnohdy ani fyzicky neopustí své místo. Leasingová společnost zaplatí nájemci tržní cenu majetku. Nájemce platí pravidelné leasingové splátky, které nakonec většinou převýší tržní cenu majetku. To však přináší určité výhody pro podnik. Hlavně dostane volné finanční prostředky, které může dále zhodnocovat, čímž se zvyšuje likvidita firmy.

Tento druh leasingu bývá využíván pro řízení poměru vlastního a cizího kapitálu. Důvody mohou být také daňové, když podnik nemůže účinně uplatňovat daňové odpisy, při vykázané hospodářské ztrátě.

c) leverage leasing (úvěrovaný leasing)

Je charakteristický tím, že do leasingového vztahu vstupuje další osoba, nečastěji banka. A to tak, že pronajímatel kupuje majetek částečně z vlastních prostředků a částečně si půjčuje od věřitele, nebo věřitel financuje celou koupi předmětu. Obvykle bývá tento úvěr zajištěn právem na pořizovaném zařízení. Tento leasing se využívá u rozsáhlejších investic.

Leasing s nárokem na koupi – možnost odkupu najaté věci upravuje leasingová smlouva. Na konci leasingového vztahu vlastnické právo k věci přechází z pronajímatele na nájemce.

Bez nároku na koupi – na konci leasingového vztahu nájemce nemá právo na odkup zařízení, vlastnické právo tedy zůstává pronajímateli.

Tuzemský leasing – leasingový vztah mezi subjekty jedné země.

Zahraniční – vztah, jehož účastníci jsou z rozdílných zemí. Přibývá riziko s možnou rozdílnou legislativní úpravou těchto vztahů v různých zemích.

S plnou amortizací – je takový leasing, při kterém doba leasingu odpovídá předpokládané době životnosti předmětného majetku. Leasingové splátky jsou stanoveny

v takové výši, aby plně pokryly cenu majetku a přinesly předem určený zisk leasingové společnosti. Zůstatková hodnota majetku na konci leasingu bývá nulová nebo velmi nízká.

S částečnou amortizací – nájemce plně nepokryje v zaplaceném nájemném všechny náklady pronajímatele spjaté s předmětnou věcí.

2.4.7 Výpočty leasingových veličin

Předmět leasingu (*PL*)

Je to majetek, movitý či nemovitý, který lze pořídit na leasing. Tento předmět leasingu je přesně určen v leasingové smlouvě.

Doba trvání leasingu (*t*)

Je to délka trvání leasingové smlouvy. Tato doba je určená v leasingové smlouvě a je v letech, s ní bývá určena četnost splátek během roku (*m*)-v případě měsíčních intervalů četnost 12, v případě čtvrtletních intervalů četnost 4 a v případě pololetních intervalů četnost 2.

Vynásobením těchto dvou dostaneme celkový počet splátek (*n*), které zaplatíme za celkovou dobu leasingu. Platí vztah:

$$n = t \cdot m \quad / 2.19 /$$

kde: *n* celkový počet splátek

t počet let

m počet splátek v roce

Počáteční cena (*PC*)

Je to pořizovací cena předmětu leasingu, je vyjádřena v Kč a musí být určena v leasingové smlouvě.

Kupní cena (*KC*)

Je to cena, za kterou nájemce odkoupí na konci leasingu leasingový předmět od pronajímatele. Bývá odvozena od zůstatkové ceny majetku a je stanovena v leasingové smlouvě.

Leasingová sazba (LS)

Je ekvivalentní veličinou k roční úrokové míře úvěru použitého k refinancování leasingu a odpovídá vnitřnímu výnosovému procentu daného leasingu.

Tvoří ji navýšení vyjádřené v procentech, někdy nazývané jako celkové leasingové úročení, které závisí na úrokové sazbě úvěru na refinancování leasingu, na době trvání leasingu a četností splátek, první zvýšené splátce, výši kupní ceny a úrovni zisku.

První zvýšená splátka (PZS)

Je to mimořádná splátka placená na začátku, někdy označována jako platba předem. Bývá určená v leasingové smlouvě a to v % z pořizovací ceny majetku jako koeficient první zvýšené splátky (k) nebo v konstantní částce v Kč. Pokud je určen pouze koeficient, pak se první zvýšená splátka vypočítá podle vzorce:

$$ZS = PC \cdot k \quad / 2.20 /$$

Pravidelná splátka (PS)

Jsou splátky v Kč, kterou nájemce platí pronajímateli v předem určených intervalech. V případě existence první zvýšené splátky a kupní ceny na konci leasingu se pravidelná splátka vypočítá pomocí umořovatele podle vztahu:

$$PS = (PC - KC - ZS) \cdot \frac{(1+i)^n \cdot i}{(1+i)^n - 1} + KC \cdot i \quad / 2.21 /$$

kde: i úroková sazba vztažená k intervalu splácení

n celkový počet splátek

Kde i je leasingová sazba upravena podle daného intervalu splátek a člen $KC \cdot i$ vyjadřuje průběžný úrok placený z kupní ceny zaplacené až na konci leasingu.

Cena leasingu (CL)

Je v Kč a obsahuje veškeré platby zaplacené nájemcem po dobu trvání leasingu. Lze jej vypočítat podle vztahu:

$$CL = ZS + n \cdot PS + KC \quad / 2.22 /$$

Cena leasingu je tedy tvořena první zvýšenou splátkou, veškerými zaplacenými pravidelnými splátkami a kupní ceny na konci leasingu a obsahuje pořizovací cenu ma-

jetku, úroky z úvěru na refinancování leasingu a leasingovou marží. Do leasingové marže si pronajímatel zahrne odměnu za zprostředkování úvěru, režijní náklady pronajímatele a zisk odpovídající riziku pronajímatele.

Finanční nájemné (FN)

Splátka pořizovací ceny majetku, jenž je daňově uznatelný nákladem nájemce za období, vypočítán podle vztahu:

$$FN = \frac{CL}{n} \quad / 2.23 /$$

Finanční služba (FS)

Leasingové úročení vyjádřené v Kč vypočítáno dle vzorce:

$$FS = FN - PS \quad / 2.24 /$$

Leasingový koeficient (LK)

Koeficient leasingového úročení, o kolik % zaplatím víc při leasingu než při koupi tohoto předmětu okamžitě. Dle vztahu:

$$LK = \frac{CL}{PC} \quad / 2.25 /$$

2.4.8 Porovnání úvěru a leasingu

V praxi se financování vlastní hotovostí nebo emisí akcií jeví jako méně efektivní, proto se většinou volba zužuje mezi úvěr a leasing.

Finanční leasing a dlouhodobý úvěr jsou si v mnoha směrech velmi blízké. V obou případech se podnik zavazuje věřiteli hradit po delší dobu splátky, zahrnující úmor a úrok. Zvyšování podílu cizích zdrojů zvyšuje finanční riziko podniku.

Na druhé straně existují mezi těmito formami financování určité rozdíly.

Výhody leasingu

Snadnější dostupnost leasingu oproti úvěru

Leasing umožňuje užívat majetek a zařízení bez toho, aby podnik musel mít kapitál na jednorázové vynaložení peněz. Tím se urychluje celý proces zavedení dané investi-

ce do provozu, popřípadě nových technologií a tím se zvyšuje konkurenceschopnost podniku. Leasingové společnosti se těmto investicím nebrání.

Pro malé, střední a nově založené podniky bývá leasing jedním z nejdostupnějších způsobů financování, jelikož pro získání bankovního úvěru nemají dostatečně dobrou bonitu či nemohou poskytnout dostatečné zajištění.

Rychlejší vyřízení leasingu

Jedním z důvodů, proč je leasing populární je fakt, že ve srovnání s pořízením majetku na úvěr je tento způsob pořizování majetku administrativně méně náročný (Valouch, 2005). Banky si žadatele o úvěr mnohem více prověřují než leasingové společnosti, což způsobuje menší časovou náročnost při poskytování úvěrů.

Není nutnost jednorázového vydání

Firmy mohou investovat bez toho, aniž by měly dostatečné množství vlastního kapitálu. To umožňuje zavádět do výrobního procesu nové technologie, modernizovat výrobu a tím zvyšovat konkurenceschopnost. Při financování leasingem většinou bývá nutnost zaplatit na začátku první zvýšenou splátku. Při financování úvěrem není nic takového jako záloha či mimořádná splátka, tudíž je trochu zvýhodněn nad úvěrem.

Nepotřeba zajištění

Majitelem zařízení po celou dobu leasingu zůstává leasingová společnost, proto nepotřebuje žádné zajištění pro poskytnutí leasingu. Banky však v případě poskytnutí úvěru vyžadují zajištění majetkové, nebo třetí osobou.

Daňové výhody

Při financování leasingem si může nájemce leasingové splátky zahrnovat do svých nákladů, tím si snižuje základ daně. Ve většině případů leasingové splátky vstupují do nákladů rychleji než odpisy majetku pořízeného díky úvěru.

V případě financování úvěrem do nákladu vstupují úroky z úvěru, a následně odpisy pořízeného majetku. Není tedy ve všech případech jednoznačné, zda je výhodnější financování úvěrem nebo leasingem, z daňového hlediska záleží na konkrétních podmínkách a to leasingovém úročení, rozložení splátek v čase, úvěrové sazbě a metodě odepisování a daňové sazbě atd.

Flexibilní splátkový kalendář

Je to flexibilní zdroj financování, neboť výše a rozložení splátek může být odvozeno od možností a optimálních potřeb nájemce. Splátky mohou být stanoveny tak, aby odpovídaly předpokládaným výnosům z výroby a mohou být přizpůsobeny i sezónní výrobě.

Odstraňuje dopad morální opotřebení

Při rychlém vývoji technologií některé věci podléhají velkému morálnímu zastarávání. Pokud má tedy podnik možnost vypovědět leasingovou smlouvu, přenechává tak riziko spojené s tímto zastaráváním na leasingovou společnost. Pronajímatel si však toto riziko promítne ve vyšších leasingových splátkách.

Doplňkové služby

Některé leasingové společnosti spolu s leasingem poskytují i doplňkové služby jako montáž zařízení, odborný servis, pojištění či poradenské služby, na rozdíl od bank, které poskytují pouze finanční prostředky.

Leasing nezvyšuje míru zadlužení

Tato výhoda však může být pouze zjevná. Tím, že leasing není zachycen v bilanci nájemce, nevystupuje jako dluh, a neovlivňuje tak formálně zadluženost podniku. V bilanci je leasing zachycen pouze jako náklad ve formě splátek nájemného, zvyšuje tak zisk a rentabilitu.

Inflační riziko nese pronajímatel

Inflační riziko přebírá leasingová společnost, protože zvyšující se míra inflace v čase zvýhodňuje dlužníky. Jako výhodu leasingu lze však tuto skutečnost brát jen v případě, že leasingové splátky jsou po celou dobu leasingového vztahu lineární.

Nevýhody leasingu

Nájemce není vlastníkem předmětu

Vlastníkem předmětu leasingu je po celou dobu pronajímatel, tudíž leasingová společnost. Nájemce má majetek v držení a má právo jej pouze užívat. Nemůže tedy s tímto majetkem disponovat, převádět jej na jiné osoby či prodávat. Kdežto při financování

vání úvěrem majetek je ve vlastnictví podniku, a ta může s majetkem nakládat podle potřeb a představ.

Vzhledem k tomu, že nájemce u leasingu není vlastníkem, nemůže tento majetek odepisovat. V případě úvěru se dlužník stává majitelem věci a může jej odepisovat.

Možnost zabavení předmětu

Smlouva o finančním leasingu je zpravidla nevypověditelná ze strany nájemce. Pokud tedy nájemci v průběhu leasingu nastanou skutečnosti, kvůli kterých musí předčasně leasing ukončit, musí počítat s vysokým penále, jako náhrada ušlého zisku.

Leasing bývá dražší než úvěr

Během leasingu může nastat skutečnost, že se leasingová společnost dostane do konkurzu nebo vyhlásí bankrot. Může se stát, že nájemce bude muset majetek vrátit, nebo mu bude zabaven v exekučním řízení. Tím by mohl ztratit jak majetek tak finanční prostředky, které doposud vynaložil.

Nemožnost vypovězení smlouvy ze strany nájemce

Zejména pro podniky, které snadno dosáhnou na úvěr bývá leasing dražší. Vychází to ze skutečnosti, že leasingové společnosti často pro financování svých činností využívají bankovní úvěry. Na druhou stranu leasingové společnosti si díky svému jménu mohou dovolit vyjednat výrazné slevy přímo u dodavatelů, tím pádem mají menší náklady na pořízení majetku.

2.4.7 Projektové financování

Systém projektového financování se používá pro financování kapitálově náročných investičních akcí v průmyslově vyspělých trzích. Např. investice při těžbě a zpracování nerostů, investice v oblasti energetiky, vodní a železniční dopravy apod.

Struktura projektového financování:

- a) Je zapotřebí aby byl sestaven **rozsáhlý dlouhodobý investiční projekt** s podrobnou projektovou a finanční dokumentací. Projekt je náročný, je třeba v něm zachytit veškeré technické řešení, organizační zajištění. Důkladná ekonomická analýza musí být nezávisle zhodnocena externími experty.

- b) Musí být zajištěno **oddělené financování projektu** od ostatních aktivit podniku. Pro to se zakládá speciální subjekt (účelová projektová firma), který shromažďuje všechny finanční zdroje na financování projektu.
- c) **Ochrana věřitelů** ve fázi výstavby i užívání investice pomocí speciálních záruk. Ve fázi výstavby jde především o kompletační záruky za zpoždění či zvýšení výdajů, a stavební záruky, které poskytuje banka stavební firmy realizující výstavbu. Ve fázi provozní se vyžadují předem smlouvené kontrakty o odběru produkce či možnost zastavit dokončenou produkci ve prospěch banky.
- d) **Režim splácení úvěrů** je odvozen od očekávaných příjmů z realizovaného investičního projektu. Splátkový kalendář je nastaven podle předpokládaného náběhu tvorby peněžních prostředků provozováním projektu.

Výhody projektového financování

Hlavní výhodou je přenesení hlavních rizik na banky, a fakt, že původní podnik nemá vlastní bilanci zatíženou dluhy. Další velkou výhodou je spojení mnoha subjektů a zisk velkých zdrojů.

2.4.8 Rizikový kapitál

Zvláštním finančním zdrojem pro rozvoj podnikání může být rizikový kapitál. Je to možnost zpravidla pro menší a střední podniky, pro ty, které mají horší přístup na kapitálové trhy a mají nedostatečné interní zdroje a to hlavně ve fázi jejich zakládání, počátečního rozvoje a nebo expanze firmy.

Rizikový kapitál funguje na základě dlouhodobé investice do rizikových podniků, tím, že investor kapitálu investuje přímo do základního kapitálu podniku, které zpravidla nebývají veřejně obchodovatelné. Investor tak získá významný podíl ve firmě. Dlouhodobě spolupracují s managementem firmy a podílí se na tvorbě podnikatelské strategie a poskytuje finanční poradenství.

Rizikový kapitál do podniku většinou vstupuje formou kombinovaného financování navýšením základního kapitálu a nezajištěným úvěrem. Tímto krokem se zlepšuje pozice podniku na získání jiných externích zdrojů, např. úvěru od komerčních bank.

Doba trvání těchto projektů bývá okolo pěti let. Na konci tohoto období fond získává svoje prostředky zpět např. po transformaci na akciovou společnost vstupem na ka-

pitálový trh a prodejem akcií přímým prodejem původnímu vlastníku. Očekávaná roční míra zhodnocení vložených zdrojů je závislá na rizikovosti a pohybuje se od 25 % do 35 %.

Získání rizikového kapitálu však pro firmy není snadné. Musí být podložen velice kvalitním a ověřeným podnikatelským plánem.

2.4.9 Dotace a fondy EU

Další možností jak financovat své investice je získání dotací z fondů Evropské unie. Dotací se rozumí peněžitý účelový dar nebo daru podobná peněžitá úhrada. Dotace je nevratná za předpokladu dodržení přísných podmínek, účelu a termínu.

Získání dotace však není snadné. Záměrně musí vypracovat kvalitní projekt, který musí být optimální z hlediska ekonomického a technického a musí být provozně udržitelný, a hlavně musí o dotaci požádat včas. Příjemce dotace Evropská komise vybere na základě prokázané schopnosti úspěšně provést konkrétní projekt.

Z fondů Evropské unie se dá financovat celá řada projektů od tzv. "měkkých" neboli neinvestičních akcí, které jsou zaměřeny především na veřejné služby a nevládní sektor, ale i podnikatele až po velmi rozsáhlé "tvrdé" investiční projekty financované v řádech milionů eur zaměřené na infrastrukturu, životní prostředí a také především podporu malého a středního podnikání.

Strukturální fondy Evropské unie

Evropská unie má k dispozici čtyři strukturální fondy:

- Evropský orientační a záruční fond pro zemědělství (EAGGF),
- Evropský sociální fond (ESF),
- Evropský fond regionálního rozvoje (ERDF),
- Finanční nástroj pro usměrňování rybolovu (FIFG).

3 Metody hodnocení efektivnosti financování

Volba struktury financování dané investice má všechny znaky dlouhodobého investičního rozhodování. Znamená to, že všechny volby ovlivní finanční situaci podniku v delším časovém horizontu.

Skutečnost, že se nejedná o jednorázovou záležitost znamená, že rozhodování o skladbě zdrojů dlouhodobého financování je velice náročné a složité. Každé dlouhodobé rozhodnutí předchází dlouhému řetězci událostí trvale se vyvíjející strategie podniku. Je téměř jisté, že podnik bude dlouhodobé zdroje potřebovat i v budoucnu, a dnešní volba to může velice ovlivnit.

Analýza efektivnosti forem financování slouží i k posuzování dopadů investic na růst hodnoty firmy. Vypovídající analýza efektivnosti formy financování by měla respektovat faktor času a efekty daňových úspor, tzn. za použití dynamických metod posuzování. Finanční investice s sebou přináší relativně dlouhodobou řadu peněžních toků, výdajů a příjmů, které mají svou časovou hodnotu. Pro srovnání a ekonomické vyhodnocení je nutné všechny tyto toky vyčíslit ke stejnému okamžiku, nejčastěji diskontováním na současnou hodnotu nebo úročením na budoucí hodnotu.

Dlouhodobé investice mohou být financovány:

- vlastními prostředky, např. samofinancováním, prodejem majetku či cenných papírů,
- emisí akcií nebo dluhopisů,
- dlouhodobým úvěrem,
- finančním leasingem,

či jejich libovolnou kombinací. Každá forma s sebou přináší různé peněžní toky a daňové efekty, vyznačují se různými aspekty.

Investici můžeme považovat za výhodnou, pokud peněžní příjmy převýší výdaje a uhradí amortizaci a navíc vložený kapitál přiměřeně zúročí. U investic jsou rozhodující faktory výnosnost, riziko a likvidita. Nejideálnější situace je, když investice dosahuje co nejvyššího výnosu s co nejmenším rizikem a při nejvyšší likviditě. V praxi však tato situace neexistuje. Při dlouhodobém financování, záleží na postoji investora k riziku, ale většinou se snaží dosáhnout maximálního výnosu a likviditu snižuje na minimum.

Posuzovat efektivnost projektů třemi nezávislými kritérii je neefektivní, proto je snaha vyjádřit tyto tři pohledy jedním kritériem.

3.1 Pravidla financování

Základní pravidla financování vyplývají z principů majetkově-finanční stability podniku, a rozumí se jimi obecná doporučení, kterými by se měli řídit finanční manažeři při financování s cílem dosažení dlouhodobé finanční rovnováhy a stability:

a) **pravidlo likviditní rovnováhy podniku** (*bilanční pravidlo financování*)

Časový horizont zdrojů by měl odpovídat časovému horizontu jejich vázání v těch částech majetku, které jsou z těchto zdrojů financovány. Z tohoto důvodu by vždy při financování mělo být dodrženo bilanční pravidlo financování, které vyžaduje, aby byl dlouhodobě vázaný majetek financován dlouhodobým kapitálem, jak vlastním tak cizím, a oběžný majetek odpovídajícím krátkodobým kapitálem.

V užším pojetí toto pravidlo říká, že by dlouhodobými zdroji měl být financován jak dlouhodobý majetek, tak i trvale vázaná část oběžného majetku, a krátkodobě vázaná část oběžného majetku by měla být financována krátkodobými cizími zdroji.

Dále se při utváření finanční struktury uplatňuje zásada, že vlastním kapitálem by měl být dlouhodobý majetek specifický pro daný obor podnikání, a ostatní složky majetku mohou být kryty cizími dlouhodobými zdroji, protože jsou lépe prodejné, než speciální zařízení.

Pokud by podnik financoval přírůstky nebo obnovu dlouhodobého majetku krátkodobými zdroji, mohl by se dostat do finančních problémů kvůli splatnosti krátkodobých zdrojů.

Likviditní rovnováha a typy politiky financování podniku

Volba politiky závisí na přístupu podniku k riziku. Základními typy politiky financování jsou:

- **Konzervativní** – stav, kdy má podnik větší velikost dlouhodobého kapitálu než stálých aktiv, nazýváme *překapitalizování* podniku. Tato situace snižuje celkovou efektivnost činnosti podniku, neboť dlouhodobý kapitál je dražší než krátkodobý. Toto je však cena, kterou podnik platí za vyšší finanční bezpečnost.

- **Agresivní** – pokud se naopak krátkodobý kapitál podílí na krytí stálých aktiv, mluvíme o *podkapitalizování* podniku. Tato politika je značně riskantní, ale může se dosáhnout vyšší ziskovosti. Riziko platebních potíží a dlouhodobé platební neschopnosti je příliš vysoké.
- **Racionální** – tento opatrný přístup k financování podniku vyžaduje, aby objem dlouhodobého kapitálu byl větší, než objem stálých aktiv. Podnik by měl tedy vykazovat určitou míru *překapitalizování*.

b) principy optimalizace kapitálové struktury

Zde patří zejména minimalizace ceny kapitálu podniku, maximalizace ziskového účinku dluhu.

3.2 Optimalizace kapitálové struktury podniku

Když podnik vytváří svou finanční strukturu, sleduje zejména vztah a podíl mezi vlastním a cizím kapitálem. K tomu může sloužit ukazatel zadluženosti (ukazatel finanční páky):

$$zadluženost = \frac{\text{cizí zdroje}}{\text{celkový kapitál}} \quad / 3.1 /$$

Obecně platí, čím vyšší má podnik zadluženost, tím vyšší mu vzniká finanční riziko podniku a zároveň i vyšší riziko pro věřitele.

Finanční riziko se vyjadřuje jako riziko plynoucí z používání cizích zdrojů podnikem, neboť tyto dluhy zakládají povinnost platit stálé a pravidelné platby.

Finanční riziko pro věřitele lze na druhou stranu vyčíslit cenou kapitálu, kterou věřitel požaduje.

Základní problém v podniku je určit správný poměr mezi vlastním kapitálem a cizími zdroji. Tento poměr totiž výrazně působí na hospodářskou a finanční stabilitu podniku a také na dosahovanou výnosnost, čili rentabilitu kapitálu. Proto je třeba se zabývat tímto poměrem už na začátku podnikání.

Cena kapitálu a riziko

Obecně se cenou cizího kapitálu rozumí úrok, cenou vlastního kapitálu pak dividendy, které jsou vypláceny akcionářům. Cena kapitálu se odvíjí zejména od rizika, které

podstupuje investor s poskytnutím kapitálu. Čím vyšší riziko investor podstupuje, tím vyšší cenu za daný kapitál požadujeme.

Akciový kapitál je z hlediska uživatele nejméně riskantní, protože nevyžaduje splacení, většinou nevyžaduje ani bezpodmínečné vyplácení dividend. Za to však podnik platí nejvyšší cenu.

Delší doba splatnosti kapitálu taktéž zvyšuje riziko. Cenu kapitálu také ovlivňuje systém zdanění. Úroky z úvěrů jsou daňovým nákladem a vyvolávají tedy daňovou úsporu. Na rozdíl od dividend, které podnik vyplácí ze zdaněného zisku. To relativně snižuje cenu cizího kapitálu pro podnik a podporuje využívání dluhového financování, pokud by se tím však nenarušila finanční stabilita.

3.3 Metoda současné hodnoty výdajů

Jednotlivé formy financování – vlastní hotovostí, úvěrem nebo leasingem – vyvolávají v podniku různé výdaje a k tomu různé daňové efekty, vše v různých časech. Tato metoda mezi sebou porovnává diskontované výdaje na leasing a diskontované výdaje na úvěr.

Metoda současné hodnoty výdajů jednotlivé výdaje a daňové efekty identifikuje ke konkrétnímu okamžiku, ve kterých se udají, určí jejich nominální hodnoty a vyčíslují tzv. relevantní finanční toky (RFT) dané formy financování. Diskontováním k jednomu rozhodnému okamžiku se zjišťuje jejich celková současná hodnota výdajů. Nejefektivnější je ta varianta, která vykazuje současnou hodnotu výdajů nejmenší.

Nejdříve si kvantifikujeme výdaje, které by podniku vznikly v souvislosti s leasingovým financováním tj. první zvýšená splátka leasingu, všechny pravidelné splátky a výše kupní ceny na konci leasingu. Tyto výdaje snížíme o výši daňové úspory z leasingových splátek.

Dále vyčíslíme výdaje, které by podnik vynaložil při financování úvěrem, tj. splátky úvěru, úroky, odpisy dlouhodobého majetku a různé poplatky. Tyto splátky opět snížíme o výši daňové úspory, tentokrát z odpisů a z úroků.

Vypočtené výdaje diskontujeme za pomoci odúročitele, tím se transformují na současnou hodnotu relevantních finančních toků. Důležité je stanovit správnou diskontní sazbu. Univerzální diskontní mírou je cena kapitálu podniku (WACC). Velikost diskontní

míry sice ovlivní celkovou velikost současné hodnoty dané formy financování, ale neovlivňuje klasifikaci z hlediska efektivnosti.

Diskontované výdaje porovnáme a vybereme tu variantu, která má celkové diskontované výdaje nižší, neboť je pro podnik efektivnější.

3.4 Metoda komplexní ČSH

Metoda komplexní ČSH (značka ČSH_K) vychází z ČSH a je postavena na tom, že do peněžních toků investičního projektu se zahrnou všechny finanční důsledky posuzovaných forem financování, tj. při úvěrech se zahrnou úroky a výše úmoru. Posuzování účinků financování se pak provede selektivně, a to tak, že do peněžních příjmů se zahrnou zvláště výdaje, které za období ovlivní zisk (úroky), ty se zahrnou do peněžních toků ze samofinancování (čistý zisk a odpisy). Dále se zahrnou do peněžních příjmů ostatní výdaje, které v období neovlivní zisk (úmor úvěru), ty se zahrnou do peněžních příjmů jako výdaj, který je snižuje.

Schematicky lze peněžní příjmy vyjádřit zápisem:

$$PP_K = (T - N_{výr} - N_{fin}) \cdot (1 - d) + NN + /- \check{CPK} - PV + PM + /- DE \quad / \quad 3.1 \quad /$$

kde: PP_K kapitálové peněžní příjmy

T tržby

$N_{výr}$ náklady výrobní vč. odpisů

N_{fin} náklady financování (úroky, finanční nájemné leasingu)

d daňová sazba

NN nevýdajové složky nákladů (daňové odpisy)

\check{CPK} čistý pracovní kapitál

PV prosté výdaje (splátky úvěru, zaplacení kupní ceny)

PM příjem z prodeje majetku

DE daňový efekt

Z hlediska tvorby hodnoty je nevýhodnější formou financování ta varianta, pro kterou je komplexní ČSH nevyšší.

Tím, že do peněžních toků zahrneme i relevantní finanční toky, můžeme posuzovat i finanční samostatnost, či soběstačnost daného projektu. Investici, která po celou do-

bu do uvedení do provozu generuje tak vysoké peněžní toky, že pokryjí splácení cizích zdrojů, kterými byla financována, označujeme jako finančně samostatnou.

Pokud komplexní PP v daném období vykazují záporné hodnoty znamená to, že v daném období projekt vyžaduje dodatečný kapitálový výdaj.

3.5 Metoda čisté výhody leasingu

Při rozhodování mezi financování úvěrem nebo leasingem můžeme také použít tuto metodu. Ta je založena na tom, že porovnáme ČSH investice financované úvěrem ($\check{C}SH_U$) a ČSH investice financované leasingem ($\check{C}SH_L$).

Čistou současnou hodnotu investice financované úvěrem ($\check{C}SH_U$) může být zjištěna pomocí následujícího vzorce:

$$\check{C}SH_U = \sum_{n=1}^N \frac{(T_n - N_n - O_n - U_n) * (1 - d) + O_n + U_n}{(1 + i)^n} - KV \quad / 3.2 /$$

kde: T_n tržby generované investicí

N_n náklady na výrobu

O_n odpisy

U_n úroky z úvěru

d daňová sazba

i úroková sazba

n počet let

KV kapitálový výdaj

Do kalkulace peněžních toků investice jsme tedy zahrnuli všechny toky spojené s úvěrem, takže úrokové náklady a odpisy jsme zahrnuli do kalkulace zisku po zdanění, a pak jsme jejich objem opět připočetli. Tím je zajištěna srovnatelnost finančních toků s leasingem.

Čistou SH investice financované leasingem ($\check{C}SH_L$) můžeme vyjádřit jako:

$$\check{C}SH_L = \sum_{n=1}^N \frac{(T_n - N_n) * (1 - d) - L_n * (1 - d)}{(1 + i)^n} \quad / 3.3 /$$

kde: L_n leasingové splátky

i úroková sazba alternativního úvěru

Rozdílem mezi $\check{C}SH_U$ a $\check{C}SH_L$ zjistíme velikost **čisté výhody leasingu** ($\check{C}VL$). Jestliže $\check{C}SH_L > \check{C}SH_U$, pak čistou výhodu leasingu považujeme za pozitivní. Jestliže $\check{C}SH_L < \check{C}SH_U$, pak je čistá výhoda leasingu označována jako negativní.

Matematicky můžeme vyjádřit takto:

$$\check{C}VL = \check{C}SH_L - \check{C}SH_U \quad / 3.4 /$$

Dosažením do této rovnice a dalšími úpravami dostaneme vztah:

$$\check{C}VL = KV - \frac{\sum_{n=1}^N L_n \cdot (1-d) + \sum_{n=1}^N d \cdot O_n}{[1+i \cdot (1-d)]^n} \quad / 3.5 /$$

Pokud je kapitálový výdaj větší než součet diskontovaných leasingových splátek po zdanění a součet diskontovaných odpisových úspor v jednotlivých letech, leasing je výhodnější než úvěr ($\check{C}VL > 0$).

Pokud je KV menší, pak je výhodnější financování úvěrem ($\check{C}VL < 0$).

3.6 Vnitřní míra výnosu

Vnitřní míra výnosu může patřit k dalším metodám používaným pro srovnání výhodnosti forem financování. Vnitřní úrokovou míru (vnitřní výnosové procento) můžeme definovat jako takovou míru výnosu, při které se kapitálové výdaje rovnají současné hodnotě všech peněžních příjmů plynoucích z investice. Z matematického hlediska lze říci, že je to taková míra výnosu, při které je čistá současná hodnota operace rovna nule.

Po úpravě můžeme vyjádřit vztahem:

$$KP = \sum_{n=1}^N dPV_n \cdot \frac{1}{(1+VVP)^n} \quad / 3.6 /$$

kde: KP kapitálový příjem
 n počet let
 dPV diskontované peněžní výdaje
 VVP vnitřní výnosové procento

Pro sledování výhodnosti formy financování musíme vnitřní míru výnosu vnímat z pohledu věřitele, čili banky nebo leasingové společnosti, a jako diskontované peněžní

výdaje vkládáme naše diskontované splátky jak úmoru tak úroku, které věřitel přijme, a jako kapitálový příjem vkládáme výši úvěru či počáteční cenu leasingu.

Výhodnější formou financování pak bude ta, jejíž vnitřní míra výnosu bude nižší.

4 Volba financování vybrané reálné investice

Úkolem této kapitoly je porovnat možné formy financování výrobního zařízení z hlediska jejich příspěvku k růstu tržní hodnoty firmy.

4.1 Zadání

Textilní podnik XY, a. s. uvažuje o koupi výrobního textilního zařízení v hodnotě Kč 7 000 000,--. Podle ZDP patří stroje na výrobu textilu do 2. odpisové skupiny. Podnik má možnost volby mezi lineárním a zrychleným odepisováním tohoto zařízení. Zvýšení odpisu v 1. roce užívání neuplatňuje. Modelová sazba daně ze zisku se uvažuje ve výši 20 %.

Podnik zvažuje možnosti financování této investice finančním leasingem nebo dlouhodobým úvěrem.

Pro lepší srovnání jsem dobu úvěru a dobu trvání leasingu stanovila na 5 let, dlouhodobý úvěr je úročen sazbou 6,45 % p.a. a leasing je úročen leasingovou sazbou 8 % p.a. Výše úvěru i leasingovaná částka činí Kč 7 000 000,--. Kupní cena na konci leasingu činí Kč 5 000,--. Předpokládá se, že podnik bude vykazovat po celou dobu investice zisk, aby mohl uplatňovat daňové výhody plynoucí z jednotlivých forem financování.¹

Leasingová společnost často v praxi požaduje u finančního leasingu první zvýšenou splátku ve výši určitých procent z počáteční ceny. Hledala jsem tedy ekvivalent pro srovnání u úvěru. Ten jsem namodelovala ve formě spoluúčasti firmy ve stejných procentních podílech, jako u leasingové první zvýšené splátky, tj. 0 %, 15 % a 30 %.

4.2 Odpisy

Dle ZDP se toto výrobní zařízení zařazuje do 2. odpisové skupiny s 5letou dobou odepisování. Počáteční cena činí Kč 7 000 000,--. Předpokládejme, že podnik je prvním majitelem výrobního zařízení, nerozhodl se však využít zvýšení odpisu v prvním roce.

¹ Název firmy i podmínky jsou smyšlené

4.2.1 Lineární odpisy

U lineárního odpisování činí odpisová sazba pro první rok 11 %, v dalších letech 22,25 %. Výpočet odpisů v prvním roce se provádí podle vzorce:

$$Odpis_1 = \frac{s_1 \cdot VC}{100} \quad / 4.1 /$$

kde: VC vstupní cena

s_1 odpisová sazba pro první rok odpisování

V dalších letech odpisování se výpočet výše odpisu provádí dle vzorce:

$$Odpis_j = \frac{s_j \cdot VC}{100} \quad / 4.2 /$$

kde: VC vstupní cena

s_j odpisová sazba pro ostatní roky odepisování

Tab. 4.1 Roční výše lineárních odpisů (v tis. Kč)

Období	Odpis
1. rok	770
2. rok	1 558
3. rok	1 558
4. rok	1 558
5. rok	1 556
Celkem	7 000

V tab. 4.1 jsou zobrazeny jednotlivé výše ročních lineárních odpisů zařízení za 1. až 5. rok. Jak je z ní patrné, tak v prvním roce jsou odpisy nejnížší.

4.2.2 Zrychlené odpisy

Pro zrychlené odpisování je stanoven koeficient v prvním roce 5, v dalších letech 6. Výše odpisu v prvním roce (bez zvýšení) se vypočítá podle vzorce:

$$Odpis_1 = \frac{VC}{k_1} \quad / 4.3 /$$

kde: VC vstupní cena

k_1 koeficient pro první rok odpisování

V dalších letech se výpočty odpisů provádí podle vzorce:

$$Odpis_j = \frac{2 \cdot ZC}{k_j - t} \quad / 4.4 /$$

kde: ZC *zůstatková cena*
 k_j *koeficient pro další roky odpisování*
 t *počet let, po které již byl majetek odpisován*

Tab. 4.2 **Roční výše zrychlených odpisů** (v tis. Kč)

Období	Odpis
1. rok	1 400
2. rok	2 520
3. rok	1 540
4. rok	1 027
5. rok	513
Celkem	7 000

V tab. 4.2 jsou uvedeny roční zrychlené odpisy. Jak je z ní patrné, v prvním roce jsou odpisy nižší, než v druhém roce, a po druhém roce se opět odpisy postupně snižují.

4.3 Porovnání variant financování z hlediska náporu na likviditu

4.3.1 Identifikace nominálních výdajů souvisejících s úvěrem

Jednou z možností pro podnik je nakoupit zařízení pomocí dlouhodobého úvěru. Při tomto způsobu pořízení se stává podnik přímo vlastníkem zařízení, a vůči bance se stává dlužníkem. Podnik bude mít veden tento majetek v aktivech firmy a na základě vlastnictví majetku bude podnik zařízení odepisovat podle ZDP pomocí lineárních nebo zrychlených odpisů po dobu 5 let. Z těchto odpisů bude podnik realizovat daňovou úsporu, která se projeví ve snížení daňového základu. V tab. 4.3 je vyčíslena výše daňové úspory pro jednotlivé metody odpisování v jednotlivých letech:

Tab. 4.3 **Roční výše daňové úspory z odpisů** (v tis. Kč)

Období odpisování	Daňová úspora lineární odpis	Daňová úspora zrychlený odpis
1. rok	154	280
2. rok	312	504
3. rok	312	308
4. rok	312	205
5. rok	311	103
Celkem	1 400	1 400

Celková daňová úspora z odpisů jak lineárních tak zrychlených je stejná, proto z pohledu prosté daňové úspory není rozdíl mezi způsoby odepisování. Významný rozdíl však nastane až při diskontování těchto úspor.

Při financování pomocí úvěru podniku plynou nejen daňové úspory z odpisů, ale i z placených úroků, které jsou nákladem podniku na cizí kapitál. Jelikož úroky jsou jiné při různých způsobech splácení, proto bude i samotná daňová úspora jiná pro různé varianty.

Identifikace nominálních výdajů souvisejících s úvěrem - rovnoměrné splácení

Varianta 1 – úvěr pololetní, odpis lineární, splácení rovnoměrné, spoluúčast 0 %

Varianta 2 – úvěr pololetní, odpis zrychlený, splácení rovnoměrné, spoluúčast 0 %

Varianta 3 – úvěr čtvrtletní, odpis lineární, splácení rovnoměrné, spoluúčast 0 %

Varianta 4 – úvěr čtvrtletní, odpis zrychlený, splácení rovnoměrné, spoluúčast 0 %

Varianta 5 – úvěr měsíční, odpis lineární, splácení rovnoměrné, spoluúčast 0 %

Varianta 6 – úvěr měsíční, odpis zrychlený, splácení rovnoměrné, spoluúčast 0 %

Varianta 7 – úvěr pololetní, odpis lineární, splácení rovnoměrné, spoluúčast 15 %

Varianta 8 – úvěr pololetní, odpis zrychlený, splácení rovnoměrné, spoluúčast 15 %

Varianta 9 – úvěr pololetní, odpis lineární, splácení rovnoměrné, spoluúčast 30 %

Varianta 10 – úvěr pololetní, odpis zrychlený, splácení rovnoměrné, spoluúčast 30 %

Výše jednotlivých daňových úspor z úroků jsou vyčísleny ve výpočtových tabulkách v přílohách č. 1 až 10. Varianty, se stejným způsobem splácení bez ohledu na způsob odpisování, generují stejné daňové úspory z úroků.

Nejvyšší daňové úspory z úroků vznikají při splácení pololetním, tudíž se méně časté splácení z hlediska daňových úspor jeví jako výhodnější.

Všechny relevantní finanční toky (RFT) spojené s rovnoměrným splácením úvěru jsou vyčísleny v následujících dvou tabulkách, podrobnější výpočty a konkrétní toky jsou znázorněny v tabulkách v přílohách č. 1 až 10.

Tab. 4.4 **Relevantní finanční toky při různé periodicitě splácení úvěru** (v tis. Kč)

Období	RFT pololetní		RFT čtvrtletní		RFT měsíční	
	lineární odpis	zrychlený odpis	lineární odpis	zrychlený odpis	lineární odpis	zrychlený odpis
1. rok	1 589	1 463	1 580	1 454	1 574	1 448
2. rok	1 359	1 167	1 350	1 158	1 344	1 152
3. rok	1 287	1 291	1 278	1 282	1 272	1 276
4. rok	1 215	1 321	1 206	1 312	1 200	1 306
5. rok	1 143	1 352	1 134	1 342	1 128	1 336
Celkem	6 593	6 593	6 548	6 548	6 518	6 518

V tab. 4.4 jsou představené zjištěné hodnoty relativních finančních toků plynoucích z rovnoměrného splacení úvěru. Jak je patrné, tak zjištěné hodnoty se od sebe příliš neodchylují. U RFT pololetních je v případě lineárního odpisu patrný klesající trend, tento trend je patrný také při čtvrtletním a měsíčním splácení s lineárními odpisy. Naopak u zrychlených odpisů jsou hodnoty v prvním období nejvyšší a od druhého roku začínají stoupat. Toto je bezesporu způsobeno metodou odpisování a s tím spojenou výší daňové úspory z odpisů.

Při srovnání nominálních hodnot vychází nejlépe varianta měsíční, kdy hodnota RFT činí 6 518 tis. Kč. Druhou nejlepší variantou byla čtvrtletní varianta s RFT ve výši 6 548 tis. Kč. A nejhorším se jeví pololetní varianta s RFT ve výši 6 593 tis. Kč. Absolutní rozdíly mezi variantami jsou však minimální. Toto srovnání má pro nás význam hlavně z hlediska náporu na likviditu.

V tab. 4.5 jsou vypočtené hodnoty úvěru s nulovou, 15% a 30% spoluúčastí podniku na úvěrovém financování investice. Meziroční trend u jednotlivých způsobů odpisování je stejný jako v předchozím srovnávání.

Tab. 4.5 Relevantní finanční toky při různých podílech spoluúčasti (v tis. Kč)

Období	RFT 0 % spoluúčast		RFT 15 % spoluúčast		RFT 30 % spoluúčast	
	lineární odpis	zrychlený odpis	lineární odpis	zrychlený odpis	lineární odpis	zrychlený odpis
0. rok	0	0	1 050	1 050	2 100	2 100
1. rok	1 589	1 463	1 328	1 202	1 066	940
2. rok	1 359	1 167	1 109	916	858	666
3. rok	1 287	1 291	1 047	1 051	807	811
4. rok	1 215	1 321	986	1 092	757	863
5. rok	1 143	1 352	925	1 133	707	915
Celkem	6 593	6 593	6 444	6 444	6 295	6 295

Nejlépe, z pohledu náporu na likviditu, se jeví 30% spoluúčast, s celkovými RFT ve výši 6 295 tis. Kč bez ohledu na způsob odpisování. Dále je z tab. 4.5 patrné, že s klesajícím podílem spoluúčasti se zvyšuje celková velikost RFT. To je jistě způsobené tím, že čím více se podnik podílí na investici vlastními prostředky, tím méně si podnik půjčuje a tím pádem platí méně úroků, které jsou součástí RFT.

Identifikace nominálních výdajů souvisejících s úvěrem - anuitní splácení

V případě anuitního splácení neuvažuji o splácení měsíčním, protože v praxi nebývá tak běžné.

Varianta 11 – úvěr pololetní, odpis lineární, splácení anuitní, spoluúčast 0 %

Varianta 12 – úvěr pololetní, odpis zrychlený, splácení anuitní, spoluúčast 0 %

Varianta 13 – úvěr čtvrtletní, odpis lineární, splácení anuitní, spoluúčast 0 %

Varianta 14 – úvěr čtvrtletní, odpis zrychlený, splácení anuitní, spoluúčast 0 %

Varianta 15 – úvěr pololetní, odpis lineární, splácení anuitní, spoluúčast 15 %

Varianta 16 – úvěr pololetní, odpis zrychlený, splácení anuitní, spoluúčast 15 %

Varianta 17 – úvěr pololetní, odpis lineární, splácení anuitní, spoluúčast 30 %

Varianta 18 – úvěr pololetní, odpis zrychlený, splácení anuitní, spoluúčast 30 %

Výše všech konkrétních daňových úspor z úroků opět naleznete v přílohách č. 11 až 18. Z nich je patrné, že méně časté splácení je z hlediska daňových úspor výhodnější.

Všechny relevantní finanční toky spojené s anuitním splácením úvěru jsou vyčísleny v následujících dvou tabulkách, podrobnější výpočty a konkrétní toky jsou znázorněny v tabulkách v přílohách č.11 až 18.

Tab. 4.6 Relevantní finanční toky při různé periodicitě splácení (v tis. Kč)

Období	RFT pololetní		RFT čtvrtletní	
	lineární odpis	zrychlený odpis	lineární odpis	zrychlený odpis
1. rok	1 420	1 294	1 411	1 285
2. rok	1 278	1 086	1 269	1 077
3. rok	1 295	1 299	1 286	1 290
4. rok	1 314	1 420	1 305	1 411
5. rok	1 334	1 542	1 325	1 533
Celkem	6 641	6 641	6 596	6 596

Jak vidíme v tab. 4.6, meziroční trend se opět odvíjí od způsobu odpisování. Celkové RFT se od sebe výrazněji neliší. Přesto se výhodnější variantou jeví, z pohledu náporu na likviditu, čtvrtletní splácení s celkovými RFT 6 596 tis. Kč a méně výhodné pololetní splácení s celkovými RFT 6 641 tis. Kč.

Tab. 4.7 Relevantní finanční toky při různých podílech spoluúčasti (v tis. Kč)

Období	RFT 0 % spoluúčast		RFT 15 % spoluúčast		RFT 30 % spoluúčast	
	lineární odpis	zrychlený odpis	lineární odpis	zrychlený odpis	lineární odpis	zrychlený odpis
0. rok	0	0	1 050	1 050	2 100	2 100
1. rok	1 420	1 294	1 184	1 058	948	822
2. rok	1 278	1 086	1 040	847	801	609
3. rok	1 295	1 299	1 054	1 058	813	817
4. rok	1 314	1 420	1 070	1 176	826	932
5. rok	1 334	1 542	1 087	1 295	840	1 049
Celkem	6 641	6 641	6 484	6 484	6 328	6 328

Jak je vidět z tab. 4.7, srovnávající úvěr splacený anuitními splátkami s nulovou, resp. 15% a 30% spoluúčastí na úvěrovém financování, jako nejvhodnější se opět,

z pohledu minimalizace náporu na likviditu, jeví varianta s nejvyšší mírou spoluúčasti, jejíž RFT jsou téměř o 310 tis. Kč nižší, než varianta bez vlastní spoluúčasti.

4.3.2 Identifikace nominálních výdajů souvisejících s leasingem

Při financování investice finančním leasingem se podnik nestává majitelem pořizovaného majetku, pouze jejím nájemcem, tudíž si nemůže uplatňovat odpisy a nevzniká ani daňová úspora z odpisů. Podnik má majetek v užívání a za to platí nájemné. Avšak i v případě leasingu vzniká daňová úspora, a to z finančního nájemného, které podnik zahrnuje do daňových nákladů.

Varianta 19 – leasing pololetní, první zvýšená splátka 30 %

Varianta 20 – leasing čtvrtletní, první zvýšená splátka 30 %

Varianta 21 – leasing měsíční, první zvýšená splátka 30 %

Výše daňové úspory není ovlivněna tím, jak často se leasing splácí, proto je velikost daňové úspory pro výše uvedené varianty stejná. Její přesná vyčíslení jsou uvedeny v přílohách č. 19 - 21.

Varianta 22 – leasing pololetní, první zvýšená splátka 0 %

Varianta 23 – leasing čtvrtletní, první zvýšená splátka 0 %

Varianta 24 – leasing měsíční, první zvýšená splátka 0 %

Varianta 25 – leasing pololetní, první zvýšená splátka 15 %

Jelikož nezáleží na četnosti splácení, tak relevantní finanční toky pro všechny tři způsoby splácení jsou totožné a to ve výši 6 484 tis. Kč. V případě odlišné první zvýšené splátky však jsou RFT rozdílné. Jsou znázorněny v následující tab. 4.8. Všechny ostatní výpočty a podrobnější toky jsou znázorněny v tabulkách v přílohách č. 19 – 25.

Jak je z tab. 4.8 patrné, nejnižších relevantních výdajů v součtu nominálních hodnot dosahuje finanční leasing při akontaci ve výši 30 % pořizovací ceny stroje. **Z hlediska minimalizace náporu na likviditu je to nejvhodnější varianta leasingového financování.** Podotýkám, že úvěr se 30% spoluúčasti vykazuje součet nominálních výdajů o cca 156 tis. Kč nižší (6 484 – 6 328).

Avšak posuzování ekonomické výhodnosti forem dlouhodobého financování se ve finančním pojetí musí opírat o součet současných hodnot těchto výdajů. Tento přístup bude uplatněn v další kapitole.

Tab. 4.8 **Relevantní finanční toky při různé výši první zvýšené splátky** (v tis. Kč)

Období	RFT 0 % PZS	RFT 15 % PZS	RFT 30 % PZS
1. rok	1 377	1 337	1 297
2. rok	1 377	1 337	1 297
3. rok	1 377	1 337	1 297
4. rok	1 377	1 337	1 297
5. rok	1 377	1 337	1 297
Celkem	6 884	6 684	6 484

4.4 Porovnání variant financování z hlediska příspěvku k růstu tržní hodnoty podniku

4.4.1 Současná hodnota relevantních finančních toků

Současná hodnota RFT je vlastně převod všech výdajů na hodnoty současné. Tyto finanční toky pak mají společnou základnu a jsme schopni je smysluplně porovnávat. Finanční toky v podobě pravidelných splátek či daňových úspor se tvoří u dlouhodobého financování v různých časových úsecích, proto je nutností, převést diskontováním na společnou základnu, a tou může být současná hodnota RFT.

Současnou hodnotou se rozumí hodnota, na kterou se diskontováním pomocí diskontního faktoru po předem známou dobu přepočte hodnota definovaná k budoucímu okamžiku.

$$\text{diskontní faktor} = \frac{1}{(1+i)^t} \quad / 4.5 /$$

kde: i diskontní míra (p.a.)

t počet období úročení

Pro diskontování finančních toků jsem použila v této práci sazbu ceny kapitálu podniku ve výši WACC = 11 % p.a.

Jednotlivé výše diskontního faktoru jsou vyčísleny u každé varianty ve výpočtových tabulkách v přílohách č. 1 až 25.

4.4.2 Srovnání současných hodnot výdajů

V případě srovnávání současných hodnot výdajů je pro nás důležité sledovat, která varianta vykazuje **nejnižší součet diskontovaných RFT (dRFT)**.

Tab. 4.9 **Diskontované RFT při různé periodicitě splácení** (v tis. Kč)

		pololetní	čtvrtletní	měsíční
leasing	akontace 30 %	5 403,81	5 437,16	5 459,92
leasing	akontace 0 %	5 188,22	5 240,57	5 153,65
úvěr rovnoměrný	lineární odpis	5 083,79	5 116,38	5 138,64
úvěr anuitní	lineární odpis	5 044,88	5 075,94	5 097,25
úvěr rovnoměrný	zrychlený odpis	5 009,21	5 041,13	5 062,93
úvěr anuitní	zrychlený odpis	4 970,30	5 000,69	5 021,54

Barevný kód označuje pořadí výhodnosti:

1. žlutá
2. hnědá
3. červená
4. modrá

Z tab. 4.9 je patrné, že nejvýhodnější variantou s nejnižšími dRFT je varianta pololetního anuitního splácení při uplatnění zrychleného odpisu. Z tab. 4.9 lze dále vyvodit několik závěrů. Anuitní splácení je vždy výhodnější než rovnoměrné splácení, dále uplatňování zrychlených odpisů je výhodnější než lineární odpisy. Vyšší daňová úspora z odpisů při zrychleném odepisování znamená při diskontování výdajů nižší celkové diskontované výdaje.

V tab. 4.10 jsem porovnála a barevně rozlišila celkové dRFT při různé výši první zvýšené splátky v případě leasingu a při různé výši spoluúčasti v případě úvěru. Opět se jako nejlepší varianta jeví anuitní splácení s použitím zrychleného odpisu a s nulovou spoluúčastí. Celkově nulová spoluúčast vychází jako výhodnější. To je způsobené tím, že pokud se podnik podílí na investici vlastními prostředky na začátku investice, vynakládá prostředky, které by později měly nižší hodnotu. Jako nejméně výhodná varianta se jeví leasing s první zvýšenou splátkou (PZS) ve výši 30 % z pořizovací ceny. Tato varianta

generuje celkové dRFT téměř o 450 tis. Kč vyšší, než nejvýhodnější varianta úvěru.(5 459 - 4 970).

Tab. 4.10 **Diskontované RFT toky při různých podílech PZS,**
resp. při různých podílech spoluúčasti (v tis. Kč)

		PZS / spoluúčast		
		0 %	15 %	30 %
Leasing		5 188,22	5 296,02	5 403,81
úvěr rovnoměrný	lineární odpis	5 083,79	5 221,06	5 358,32
úvěr anuitní	lineární odpis	5 044,88	5 187,98	5 331,08
úvěr rovnoměrný	zrychlený odpis	5 009,21	5 146,48	5 283,75
úvěr anuitní	zrychlený odpis	4 970,30	5 113,40	5 256,51

Barevný kód označuje pořadí výhodnosti:

1. žlutá
2. hnědá
3. červená
4. zelená
5. modrá

Jak je vidět z tab. 4.10, rozdíl mezi nejvýhodnější variantou, úvěrem s nulovou spoluúčastí, a leasingem s nulovou akontací, je téměř 228 tis. Kč. (5 188 – 4 970). Obdobně lze rozdíl vyčíslit mezi nejvýhodnějším úvěrem se spoluúčastí 15 % a leasingem s akontací 15 %, který je 183 tis. Kč (5 296 - 5 113). Při 30% akontaci, resp. spoluúčasti na úvěrovém financování činí rozdíl již 147 tis. Kč (5 402 - 5 256).

5. Závěr

V teoretické části bakalářské práce jsem charakterizovala různé způsoby a formy financování investičních projektů, popsala jejich kladné a záporné aspekty. Nabízí se široká škála forem financování, od vlastních zdrojů, jako emise akcií či využití zisku nebo odpisů k financování, až po cizí zdroje, které zahrnují nejznámější bankovní úvěr a finanční leasing, ale například i emise dluhopisů, dodavatelské úvěry. Méně známé a využívané jsou financování za pomoci projektového financování či rizikového kapitálu. Jako velkou příležitost pro vybrané subjekty bych spatřovala v nově otevřené možnosti využití dotací z EU.

Cílem bakalářské práce bylo porovnání dvou vybraných forem financování, a to bankovního úvěru a finančního leasingu k financování reálné investice a doporučení nejvhodnější formy. Ke srovnání jsem použila dynamickou metodu současné hodnoty výdajů. K propočtům jsem použila jednoduchý model v programu MS Excel.

Mezi všemi výsledky však nebyly markantní rozdíly, kvůli kterým bych nějakou variantu jednoznačně preferovala. Prakticky všechny varianty přinášejí určité výhody a nevýhody, které by se měly při rozhodování pečlivě zvážit.

Jednou z porovnávaných forem je bankovní úvěr. Ten se podle výsledků analýzy jeví jako výhodnější než leasing, může mít však spoustu nevýhod pro podnik. Získání úvěru předchází spousta vyřizování a banka většinou při vyšších částkách vyžaduje ručitele či jiné zajištění. Na druhou stranu se podnik stává majitelem majetku, a může jej zahrnovat do svých nákladů pomocí odpisů.

Dalším posuzovaným zdrojem je finanční leasing. Z hlediska současné hodnoty výdajů sice nevychází jako nejvýhodnější varianta, z hlediska dostupnosti, flexibility a rychlosti vyřízení se však může jevit jako lepší. Na druhou stranu nevýhodou může být fakt, že po celou dobu leasingového vztahu je majetek vlastnictvím pronajímatele.

Z výsledků v praktické části vyplývá, že nejvýhodnější variantou je bankovní úvěr s pololetním splácením s uplatněním zrychlených odpisů. Obecně z výsledků lze vyvodit několik poznatků. Z hlediska současné hodnoty je pro zvyšování tržní hodnoty výhodnější méně časté splácení, anuitní splácení, a uplatňování zrychlených odpisů.

Hodnotová analýza dále odhalila, že z hlediska současné hodnoty je výhodnější celou investici financovat cizími zdroji, a v případě leasingu se snažit využít čím jak nejnižší první zvýšené splátky.

Dále jsem provedla analýzu objemů nominálních výdajů z hlediska náporu na likviditu. Výhodnější je splácení cizích zdrojů častěji, měsíčně či čtvrtletně. Nejvýhodnější byla varianta s 30% spoluúčastí na úvěrovém financování.

Vždy je důležité brát v úvahu všechny aspekty které by měly vliv na rozhodování, jako legislativní prostředí, trendy vývoje trhu. Každé pořízení investice je třeba posuzovat individuálně podle aktuálních podmínek v podniku i na trhu.

Při rozhodování o způsobu financování by firma měla pečlivě zvážit všechny dostupné varianty financování, kterých by mohla využít. Teoretické srovnání z mé bakalářské práce by mohlo být jistým vodítkem při výběru formy financování, ale v praktickém rozhodování by podnik měl zvážit všechny specifické aspekty a rozhodovat se podle svých specifických požadavků.

Ve svém srovnání jsem použila zjednodušené podmínky. V praxi by rozhodování o formě financování ovlivňovaly další aspekty, jako daňová legislativa a vývoj sazby daně z příjmů. Velmi důležité jsou také podmínky ZDP a jednotlivé daňově uznatelné náklady pro určení daňových úspor. Neméně důležitým je také vývoj a vliv DPH.

V praxi také velkou roli hrají různé bankovní poplatky za vedení účtu k úvěru, administrativní poplatky při žádosti o úvěr. Tyto položky mohou zásadně ovlivňovat pořadí jednotlivých variant financování majetku, zejména v případech, kdy rozdíly ve výdajích jsou nepatrné. Proto při srovnávání aktuálních nabídek tyto položky nikdy nesmíme opomenout.

Seznam použité literatury

1. DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. Praha: Ekopress, 2006. ISBN 80-86119-58-0.
2. FOTR, J., SOUČEK, I. *Podnikatelský záměr a investiční rozhodování*. Praha: Grada, 2005. ISBN 800-247-0939-2.
3. FOTR, J. *Strategické finanční plánování*. Praha: Grada, 1999. ISBN 80-7169-694-3.
4. LEVY, H., SARNAT, M. *Kapitálové investice a finanční rozhodování*. Praha: Grada, 1999. ISBN 80-7169-504-1.
5. MÁČE, M. *Finanční analýza investičních projektů*, Praha: Grada, 2006. ISBN 80-247-1557-0.
6. MAREK, P. aj. *Studijní průvodce financemi podniku*. Praha: Ekopress, 2006. ISBN 80-86119-37-8.
7. VALACH, J. aj. *Finanční řízení podniku*. Praha: Ekopress, 1999. ISBN 80-86119-21-1.
8. VALACH, J. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 2. vydání. Praha: Ekopress, 2006. ISBN 80-86929-01-9.
9. VALOUCH, P. *Leasing v praxi: praktický průvodce*. Praha: Grada, 2005. ISBN 80-247-0745-4.

Seznam zkratek

ČPK	čistý pracovní kapitál
ČSH	čistá současná hodnota
ČSH _K	komplexní čistá současná hodnota
ČSH _L	čistá současná hodnota leasingu
ČSH _Ú	čistá současná hodnota úvěru
ČVL	čistá výhoda leasingu
<i>d</i>	daňová sazba
DPH	daň z přidané hodnoty
dRFT	diskontované relevantní finanční toky
EU	Evropská unie
<i>i</i>	úroková sazba
Kč	koruna česká
OM	oběžný majetek
p.a.	(<i>per annum</i>) – ročně
POK	permanentní obrátový kapitál
PP	peněžní prostředky
PZS	počáteční zvýšená splátka
RFT	relevantní finanční toky
SA	stálá aktiva
SH	současná hodnota
VK	vlastní kapitál
WACC	(<i>Weighted Average Cost of Capital</i>) - vážené průměrné náklady kapitálu
ZDP	zákon o daních z příjmů

Prohlášení o využití výsledků bakalářské práce

Prohlašuji, že

- jsem byla seznámena s tím, že na mou bakalářskou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb., autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně užít bakalářskou práci ke své vnitřní potřebě (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že jeden výtisk bakalářské práce bude uložen v Ústřední knihovně VŠB-TUO k prezenčnímu nahlédnutí a jeden výtisk bude uložen u vedoucího bakalářské práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o bakalářské práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, bakalářskou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne 7. května 2009

.....

Zuzana Macurová

Adresa trvalého pobytu studenta:

Topolová 207, 739 61 Třinec, okr. Frýdek-Místek

Seznam příloh

- Příloha č. 1** SH RFT u úvěrového financování - odpis lineární, splácení rovnoměrné pololetní, spoluúčast 0 %
- Příloha č. 2** SH RFT u úvěrového financování - odpis zrychlený, splácení rovnoměrné, pololetní, spoluúčast 0 %
- Příloha č. 3** SH RFT u úvěrového financování - odpis lineární, splácení rovnoměrné, čtvrtletní, spoluúčast 0 %
- Příloha č. 4** SH RFT u úvěrového financování - odpis zrychlený, splácení rovnoměrné, čtvrtletní, spoluúčast 0 %
- Příloha č. 5** SH RFT u úvěrového financování - odpis lineární, splácení rovnoměrné, měsíční, spoluúčast 0 %
- Příloha č. 6** SH RFT u úvěrového financování - odpis zrychlený, splácení rovnoměrné, měsíční, spoluúčast 0 %
- Příloha č. 7** SH RFT u úvěrového financování - odpis lineární, splácení rovnoměrné, pololetní, spoluúčast 15 %
- Příloha č. 8** SH RFT u úvěrového financování - odpis zrychlený, splácení rovnoměrné, pololetní, spoluúčast 15 %
- Příloha č. 9** SH RFT u úvěrového financování - odpis lineární, splácení rovnoměrné, pololetní, spoluúčast 30 %
- Příloha č. 10** SH RFT u úvěrového financování - odpis zrychlený, splácení rovnoměrné, pololetní, spoluúčast 30 %
- Příloha č. 11** SH RFT u úvěrového financování - odpis lineární, splácení anuitní, pololetní, spoluúčast 0 %
- Příloha č. 12** SH RFT u úvěrového financování - odpis zrychlený, splácení anuitní, pololetní, spoluúčast 0 %
- Příloha č. 13** SH RFT u úvěrového financování - odpis lineární, splácení anuitní, čtvrtletní, spoluúčast 0 %

- Příloha č. 14** SH RFT u úvěrového financování - odpis zrychlený, splácení anuitní, čtvrtletní, spoluúčast 0 %
- Příloha č. 15** SH RFT u úvěrového financování - odpis lineární, splácení anuitní, pololetní, spoluúčast 15 %
- Příloha č. 16** SH RFT u úvěrového financování - odpis zrychlený, splácení anuitní, pololetní, spoluúčast 15 %
- Příloha č. 17** SH RFT u úvěrového financování - odpis lineární, splácení anuitní, pololetní, spoluúčast 30 %
- Příloha č. 18** SH RFT u úvěrového financování - odpis zrychlený, splácení anuitní, pololetní, spoluúčast 30 %
- Příloha č. 19** SH RFT u leasingového financování – splácení pololetní, první zvýšená splátka 30 %
- Příloha č. 20** SH RFT u leasingového financování – splácení čtvrtletní, první zvýšená splátka 30 %
- Příloha č. 21** SH RFT u leasingového financování – splácení měsíční, první zvýšená splátka 30 %
- Příloha č. 22** SH RFT u leasingového financování – splácení pololetní, první zvýšená splátka 0 %
- Příloha č. 23** SH RFT u leasingového financování – splácení čtvrtletní, první zvýšená splátka 0 %
- Příloha č. 24** SH RFT u leasingového financování – splácení měsíční, první zvýšená splátka 0 %
- Příloha č. 25** SH RFT u leasingového financování – splácení pololetní, první zvýšená splátka 15 %